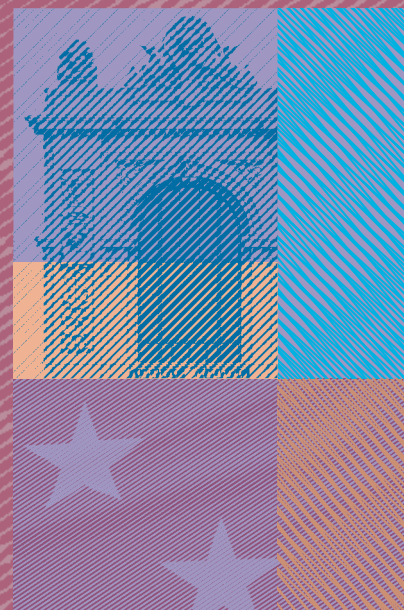


BOLETÍN ECONÓMICO

10/2006

BANCO DE ESPAÑA



**El Banco de España difunde todos sus informes
y publicaciones periódicas a través de la red Internet
en la dirección <http://www.bde.es>**

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro,
siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2006
ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 5852 - 1979
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCE	Banco Central Europeo	INEM	Instituto Nacional de Empleo
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
CBE	Circular del Banco de España	IPRI	Índice de Precios Industriales
CCAA	Comunidades Autónomas	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados no Energéticos
CCLL	Corporaciones Locales	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CEM	Confederación Española de Mutualidades	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OBS	Obra Benéfico Social
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
CNE	Contabilidad Nacional de España	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OM	Orden Ministerial
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OOAA	Organismos Autónomos
DEG	Derechos Especiales de Giro	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGT	Dirección General de Tráfico	OSR	Otros Sectores Residentes
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
EC	Entidades de Crédito	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PIB pm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	PNB	Producto Nacional Bruto
EUROSTAT	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	RD	Real Decreto
EPA	Encuesta de población activa	RM	Resto del mundo
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
FFPP	Fondos de Pensiones	SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SME	Sistema Monetario Europeo
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	TAE	Tasa Anual Equivalente
FMI	Fondo Monetario Internacional	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UE	Unión Europea
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	UEM	Unión Económica y Monetaria
FSE	Fondo Social Europeo	UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
ICO	Instituto de Crédito Oficial	VNA	Variación Neta de Activos
IFM	Instituciones Financieras Monetarias	VNP	Variación Neta de Pasivos
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado		

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	CYP (libra chipriota)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	MTL (lira maltesa)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
SI	Eslovenia	SIT (tolar esloveno)
SK	Eslovaquia	SKK (corona eslovaca)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	EEUU	USD (dólar EEUU)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€	m de € / Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T _j ⁱ	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m _j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

ÍNDICE

Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	11
Informe trimestral de la economía española	
1 Rasgos básicos	23
2 Entorno exterior del área del euro	32
3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	38
4 La economía española	53
5 Evolución financiera	75
La cuota de los productos españoles en los mercados internacionales	89
Competencia y ajustes de precios en España y en el área del euro	101
La Encuesta sobre Préstamos Bancarios: un análisis de tres años de resultados	111
Las remesas de emigrantes y el papel de la banca en la profundización financiera de los países receptores	129
Regulación financiera: tercer trimestre de 2006	143
 Indicadores económicos	 1*
 Artículos y publicaciones del Banco de España	 67*

COMPARECENCIA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA,
MIGUEL FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, ANTE LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS
DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS

**Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez,
ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados**

Señorías:

Esta comparecencia, que se enmarca en la discusión parlamentaria de los Presupuestos Generales para 2007, es mi primera comparecencia como Gobernador del Banco de España ante el Congreso de los Diputados. Permítanme que, por ser la primera, me refiera, antes de entrar en el contenido específico de la misma, a la importancia que atribuyo a las relaciones con el Parlamento.

El Banco de España tiene asignadas unas funciones relacionadas con la estabilidad macroeconómica y financiera de gran alcance para el desenvolvimiento de la economía, el crecimiento económico y el bienestar de los ciudadanos. Para poder desempeñar dichas funciones, tiene un marco de gran independencia institucional, en los términos establecidos por la Ley de Autonomía y los tratados de la Unión Europea, que constituye su principal seña de identidad.

La responsabilidad que comporta el ejercicio de dicha independencia requiere una adecuada explicación de las líneas de actuación seguidas en relación con los objetivos encomendados y unos mecanismos de transparencia que faciliten el seguimiento por parte de la sociedad, los agentes económicos y los mercados financieros. Desde esta perspectiva, tienen gran trascendencia las comparecencias del Gobernador ante el órgano representante de la soberanía popular y desempeñan un papel privilegiado a la hora de comunicar el análisis de la economía en el que se basan las actuaciones del Banco de España. Estoy convencido de que estas comparecencias serán muy fructíferas para el cumplimiento de la misión que las leyes nos encomiendan.

Comparezco en un momento en el que los últimos datos revelan el afianzamiento de la recuperación europea, dentro del clima expansivo de la economía mundial, y que, en nuestro caso, han llevado a una revisión al alza del ritmo de crecimiento de la economía española. Los últimos datos publicados de la Contabilidad Nacional de España han superado las previsiones de los distintos organismos y suministran un cuadro que confirma la prolongación, con un renovado dinamismo, de su ya larga fase de expansión.

A la continuidad de los factores expansivos que han venido acompañando al establecimiento de un régimen de estabilidad macroeconómica se han añadido la intensificación del impulso demográfico derivado de la inmigración y de la creciente participación de la mujer y, más recientemente, la recuperación del área del euro. En relación con este último factor, me parece importante destacar que dicha recuperación y la retirada gradual del tono expansivo de la política monetaria única —que, lógicamente, la acompaña— se están produciendo en un momento especialmente oportuno para la economía española. La combinación de ambos movimientos, por un lado, tiende a sostener el crecimiento a través del impulso de la demanda externa, mientras que, por otro, el ajuste de las condiciones monetarias favorece la contención de la demanda interna y ayuda a reequilibrar la composición del crecimiento.

Nos encontramos, por tanto, con unas condiciones que, en principio, permiten proyectar el escenario actual de dinamismo económico hacia el horizonte de los próximos años, aunque se trata de un escenario que no está exento de riesgos, tanto externos como internos, sobre todo en lo que se refiere a su sostenibilidad en el largo plazo. Estos riesgos requieren una acción temprana y eficaz de la política económica, que evite o palie su posible materialización.

Para profundizar en este análisis, me voy a referir, en primer lugar, a la situación del área del euro, en el actual contexto internacional, y a la política monetaria única, que es nuestra política monetaria, para pasar posteriormente al análisis de la situación de la economía española en la que se insertan los Presupuestos Generales para el año próximo.

A lo largo del presente ejercicio, el panorama económico internacional se está caracterizando por el mantenimiento de la notable fortaleza que la actividad y el comercio mundiales han venido exhibiendo en los últimos años, y que está siendo común a la mayor parte de las principales áreas geográficas. Este dinamismo se ha mantenido a pesar de unos precios del barril de petróleo y de las materias primas no energéticas que continúan siendo elevados, aunque han flexionado significativamente desde los máximos alcanzados durante el verano.

Las perspectivas para un horizonte de medio plazo apuntan a la continuidad de la fase expansiva de la economía mundial, si bien a tasas algo más moderadas. Estas previsiones están rodeadas de incertidumbres, debidas a la persistencia de los desequilibrios macrofinancieros, la incierta trayectoria de los precios del petróleo —a pesar de la moderación reciente, en un marco geopolítico algo inestable—, y la posibilidad de que la desaceleración de la economía estadounidense revista una mayor entidad que la anticipada actualmente. Por ello, aunque el escenario más verosímil resulta alentador, existen algunos riesgos a la baja.

En este contexto global, hemos asistido en el transcurso del año a la consolidación largamente esperada de la recuperación de la economía del área del euro. Tras la atonía observada en los últimos años, la actividad ha cobrado un vigor creciente, de forma que el producto se ha acelerado hasta alcanzar un incremento en torno al 2,5% al final del primer semestre del año. Cabe destacar que, tras el impulso inicial del sector exterior, el fortalecimiento de la demanda interna ha comenzado a tomar el relevo, apoyada sobre todo en el dinamismo de la inversión, que se ha visto alentada por unas condiciones financieras favorables y, además, por la recuperación de los beneficios de las empresas y el saneamiento de sus balances. Por su parte, el consumo privado ha experimentado también una cierta mejoría, aún titubeante, que habrá de ir consolidándose en la medida en que se confirme la recuperación del empleo. A medio plazo, lo más probable es que se prolongue la fase de vigor económico en los próximos trimestres, de forma que el PIB mantenga tasas de crecimiento en el entorno de las del producto potencial. Lógicamente, este panorama favorable comparte, a grandes rasgos, los mismos riesgos que se han descrito para el entorno internacional.

En cuanto a la inflación, la tasa de crecimiento del IAPC había permanecido persistentemente por encima del 2% hasta el mes de agosto, que —permítanme que les recuerde— es la referencia numérica utilizada en la definición del objetivo de estabilidad de precios del Eurosistema, aunque ha flexionado hasta el 1,8% en septiembre, al hilo de la corrección reciente de los precios de las materias primas energéticas, ya que los índices referidos a cestas de productos que excluyen estos bienes venían teniendo, en general, un comportamiento más favorable. La ausencia, por el momento, de tensiones inflacionistas subyacentes se percibe también en la evolución moderada de los costes laborales y de los indicadores de expectativas inflacionistas. Con todo, existen riesgos alcistas sobre la inflación en el corto y medio plazo, ya que el contexto económico más dinámico podría favorecer la materialización gradual de los efectos indirectos sobre los componentes no energéticos del IAPC de las subidas pasadas del petróleo y el aumento de las demandas salariales.

La política monetaria instrumentada en los últimos años ha contribuido de manera efectiva a la mejoría de la situación y de las perspectivas económicas del conjunto de la zona del euro

que acabo de describir. En particular, a pesar de la recurrencia de perturbaciones alcistas sobre el nivel general de los precios, el BCE ha logrado mantener las expectativas de inflación en niveles compatibles con su objetivo prioritario, lo que refleja la elevada credibilidad de que disfruta. Ello ha favorecido la contención de los costes de las empresas, el fortalecimiento de la confianza de los agentes y, como resultado, la moderación de los efectos adversos del alza de las cotizaciones del crudo. Todos estos desarrollos prueban los beneficios asociados a la independencia del banco central y a la claridad de sus objetivos estratégicos.

Las políticas económicas del área del euro se enfrentan, por otra parte, a tres retos muy importantes, como son el envejecimiento de la población, la globalización y el cambio tecnológico. En primer lugar, el impacto presupuestario esperado de los cambios que se avecinan en la estructura demográfica de la población otorga gran relevancia a las medidas orientadas a contrarrestar tales efectos y a la aplicación del marco institucional vigente tras la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En este sentido, resulta particularmente importante que los países en situación de déficit excesivo aprovechen la mejora de la evolución de la economía para reducir de modo duradero sus desequilibrios.

En segundo lugar, los cambios tecnológicos y los introducidos por la incorporación de nuevas áreas geográficas al escenario económico global requieren la puesta en marcha de reformas estructurales que favorezcan la competitividad. Estas resultan imprescindibles si se pretende lograr la transformación de la actual fase de recuperación de la actividad en una expansión sostenible. La insatisfactoria evolución del PIB de la zona del euro desde el inicio de la década actual refleja tanto una ralentización de la productividad del trabajo como, a pesar de los progresos más recientes, el grado todavía insuficiente de utilización de este factor productivo. Para invertir esta tendencia es preciso revisar algunos aspectos de la regulación de los mercados de productos y de trabajo, con el fin de facilitar la reasignación de recursos en la forma requerida por el doble fenómeno de la globalización y los cambios tecnológicos. Europa ha decidido avanzar en este terreno mediante las reformas y los plazos contenidos en la Agenda de Lisboa. Es este un excelente programa, cuyo cumplimiento exige, no obstante, la determinación de los responsables económicos nacionales y el apoyo de un amplio consenso político y social.

La mejora sostenida del bienestar de los ciudadanos europeos requiere, en cualquier caso, el concurso de todas las áreas de las políticas públicas. Por ello, me parece imprescindible un funcionamiento fluido del marco de relaciones institucionales vigente, entre el banco central y las autoridades económicas nacionales y comunitarias. Un funcionamiento que se basa en la presencia mensual del Presidente y del Vicepresidente del BCE en las reuniones del Eurogrupo, y del Presidente del Eurogrupo y del Comisario europeo de asuntos económicos en las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE. La experiencia demuestra que la interacción es muy fructífera cuando transcurre de acuerdo con la distribución de responsabilidades establecida y, en particular, con el necesario respeto a la independencia de la autoridad monetaria, que constituye el cimiento básico de su credibilidad.

Como señalaba, es precisamente la credibilidad adquirida la que ha permitido al banco central ajustar en el pasado reciente las condiciones monetarias a la debilidad de la economía sin amenazar el cumplimiento de su objetivo prioritario. De la misma forma, si se confirman las expectativas actuales de crecimiento de la actividad, la política monetaria deberá continuar retirando de modo gradual el carácter acomodaticio que todavía mantiene. Por ello, el proceso de normalización de las condiciones monetarias puede verse como el resultado lógico de la fase de dinamismo económico en la que nos encontramos y de la necesidad de asegurar su compatibilidad con el mantenimiento de la estabilidad de precios.

Desde el punto de vista de la economía española, la mejoría experimentada por la zona del euro y la gradual normalización de las condiciones monetarias, a las que me acabo de referir, conforman un escenario propicio para la prolongación del dinamismo de la actividad y del empleo.

En la primera mitad de 2006 la economía española ha continuado mostrando una gran fortaleza, pudiéndose detectar, incluso, un perfil de suave aceleración de la actividad en el segundo trimestre del año, que situó el PIB en una tasa interanual de crecimiento del 3,7%. De hecho, las últimas cifras disponibles de la Contabilidad Nacional Trimestral superan en alguna décima el crecimiento previsto anteriormente para los dos primeros trimestres del año, si bien ello refleja, principalmente, tanto en su intensidad como en su composición, las revisiones del ritmo de avance del PIB en 2004 y 2005, para los que se aprecia una aportación algo menos negativa del sector exterior que la estimada inicialmente.

La prolongación de la expansión en 2006 ha seguido basada en la fortaleza de la demanda nacional, que ha iniciado una cierta ralentización que ha sido compensada por la gradual mejora de la contribución del sector exterior al crecimiento. Estos datos parecen indicar el inicio de un proceso de reequilibrio incipiente en la composición del crecimiento, al que estarían contribuyendo, de una parte, el efecto todavía moderado del ajuste de las condiciones monetarias y financieras sobre el gasto y, de otra, la recuperación económica del área del euro.

De los distintos componentes de la demanda nacional, solo el consumo privado y el consumo público han dado signos de leve desaceleración en la parte transcurrida del año, mientras que la inversión en construcción ha conservado una notable fortaleza y la inversión en equipo ha intensificado su ritmo de aumento en el segundo trimestre, tras la ligera inflexión de mediados de 2005.

La desaceleración del consumo privado ha sido el resultado de factores que han actuado de forma contrapuesta. Entre los que han podido frenar el consumo de los hogares se pueden mencionar la erosión del poder adquisitivo, que se ha producido ante las altas tasas de inflación registradas en el primer semestre, así como el efecto de la elevación de los tipos de interés, que podría estar induciendo una cierta corrección de la tendencia de los últimos años al descenso de la tasa de ahorro de las familias. En sentido contrario, el dinamismo que mantiene la creación de empleo —con tasas en torno al 3%— y la persistencia de un efecto riqueza que podría ser todavía potente habrían seguido sosteniendo el dinamismo del consumo de los hogares. En este sentido, cabe recordar que, aunque la revalorización de la riqueza inmobiliaria empieza a dar algunos síntomas de desaceleración, en los últimos meses se han registrado alzas bursátiles significativas que podrían haber contrarrestado este efecto.

En cuanto a los distintos componentes de la formación bruta de capital, la inversión en construcción ha mantenido, como he mencionado hace un momento, una considerable estabilidad, con tasas de crecimiento superiores al 5%, en un contexto en el que la demanda de vivienda ha seguido mostrando una gran fortaleza y los segmentos de edificación no residencial y de obra civil han continuado dando signos de intensa actividad. Cabe destacar, asimismo, el repunte de la inversión en equipo, que se mantiene como el componente más dinámico de la demanda, reflejando la mayor actividad exportadora y la mejoría del sector industrial, en un entorno de rentabilidad empresarial y de condiciones financieras muy favorables a la ampliación de la capacidad productiva.

Pero quizá el aspecto más destacable de la coyuntura actual es el alivio que se empieza a producir en la presión de la demanda exterior neta, cuya contribución negativa al crecimiento

del producto se ha reducido en los últimos trimestres, hasta situarse en el entorno de un punto porcentual. La recuperación de las exportaciones de bienes, impulsada por el fuerte avance del comercio mundial y por el despegue de la actividad económica de los países del euro, explica casi en su totalidad el alivio de la contribución negativa de la demanda exterior neta. Las importaciones, por su parte, han mantenido un fuerte dinamismo, reflejando el avance de la demanda final. En este contexto, las cuotas de exportación parecen haberse estabilizado, después del retroceso del último año, si bien la penetración de importaciones ha continuado aumentando.

No es fácil diagnosticar el alcance de esta mejoría del sector exterior, pero la ausencia de cambios significativos en la trayectoria de los indicadores de competitividad-precio, que, en términos generales, han seguido deteriorándose en lo que va de año, podría ralentizar e incluso interrumpir la mejoría del sector exterior.

La economía española ha seguido mostrando en la parte transcurrida de este año una intensa capacidad de generación de empleo, de manera que el mercado de trabajo ha continuado absorbiendo una oferta de trabajo muy dinámica, al tiempo que la tasa de paro se reducía a niveles no conocidos desde los años setenta, con registros del 8,5% en el segundo trimestre. Los indicadores más recientes referidos a la situación del mercado laboral confirman la prolongación de esta tendencia.

Los costes laborales han repuntado levemente en la primera parte de 2006, con incrementos en el entorno del 3%, que, en cualquier caso, son inferiores a los negociados en convenio cuando se tiene en cuenta el efecto de las cláusulas de salvaguarda. Esta discrepancia puede deberse al efecto sobre el crecimiento salarial agregado de los menores salarios de los importantes flujos entrantes en el mercado de trabajo, en los que la inmigración desempeña un papel importante. A pesar de la pequeña revisión al alza en el ritmo de aumento de la productividad que implican las últimas cifras de la Contabilidad Nacional, los costes laborales por unidad de producto han seguido ampliando su diferencial con la UEM, aunque en el sector de manufacturas, donde las ganancias de productividad están siendo significativas, se aprecia, por primera vez, una estabilización.

En el frente de los precios, la tasa de inflación ha seguido una trayectoria alcista en la primera parte del año, impulsada por la evolución de los costes laborales y la ampliación de los márgenes, pero, sobre todo, por el encarecimiento del precio del petróleo, al que ya me he referido con anterioridad. En este contexto, la tasa del incremento interanual del IPC se mantuvo en niveles próximos al 4% hasta el mes de julio, aunque en agosto flexionó hasta el 3,7% y el avance del índice armonizado para septiembre apunta a un recorte adicional hasta el 3%, debido, principalmente, al acusado retroceso del precio de la energía en los dos últimos meses. No cabe ignorar, sin embargo, que la inflación subyacente ha permanecido de manera persistente en torno a tasas del 3%, por encima de los registros de los dos últimos años, y que el diferencial de precios de consumo con la UEM se ha mantenido en cotas elevadas.

Pese a la mejora del comportamiento de las exportaciones y la desaceleración del gasto, el déficit exterior ha continuado incrementándose tanto en valores nominales como en porcentaje del PIB durante el primer semestre de 2006, si bien a tasas inferiores a las observadas en los dos últimos años. También en este caso, el encarecimiento del petróleo ha desempeñado un papel importante en dicho deterioro.

La información económica disponible para el tercer trimestre de 2006, todavía parcial y de carácter fragmentario, apunta al mantenimiento de la fortaleza de la actividad económica, lo

que hace pensar que el avance del PIB en el promedio de 2006 podría ser ligeramente superior al de 2005.

Por su parte, las perspectivas para 2007 apuntan hacia una ligera desaceleración del crecimiento del producto y hacia la continuidad de las pautas observadas en los últimos trimestres. Se prevé que la demanda nacional mantenga la tónica de suave desaceleración y que se produzcan mejoras adicionales en la contribución de la demanda exterior neta. Este perfil estaría en línea con el escenario macroeconómico sobre el que se han elaborado los Presupuestos Generales del Estado para 2007, aunque se partiría de unas tasas de crecimiento algo más elevadas en 2006. En cuanto a la inflación, las perspectivas para lo que resta del año apuntan hacia una desaceleración de la tasa interanual del IPC, que se explicaría en gran medida por el descenso de la contribución de los precios de la energía al índice general, aunque el crecimiento promedio terminará siendo superior al de 2005.

He esbozado, en fin, un panorama de crecimiento sostenido y de inicio de corrección gradual de los desequilibrios a lo largo de 2006 y en los primeros trimestres de 2007 que no está, sin embargo, exento de riesgos a medio plazo. En el ámbito internacional ya he mencionado los relativos a las perspectivas de la economía mundial y a la incertidumbre que todavía rodea la intensidad de la recuperación europea. En la esfera interna quiero señalar, en particular, los que emanan del mantenimiento del diferencial de inflación y del elevado endeudamiento de los hogares.

El mantenimiento de incrementos de precios superiores a los del área del euro resulta preocupante en el caso de que los mecanismos de indicación incorporados en la negociación colectiva prolonguen la inercia de las alzas de precios, con el consiguiente impacto negativo sobre la competitividad. A su vez, la estabilización de la inflación subyacente en tasas relativamente elevadas sugiere que algunos efectos del encarecimiento del petróleo pueden estar trasladándose de forma más permanente a otros precios. Todo ello podría afectar negativamente a la mejora que están experimentando las exportaciones. En este contexto, la contención de la inflación y su aproximación a las tasas compatibles con el concepto de estabilidad de los precios es necesaria para proseguir el reequilibrio entre demanda interna y externa y asegurar la continuidad del dinamismo económico a medio plazo.

En cuanto a las consideraciones relativas a los riesgos que se derivan del aumento del endeudamiento del sector privado —especialmente, de las familias— y del pronunciado crecimiento de la inversión residencial, quiero empezar recordando que son fenómenos coherentes con las transformaciones recientes de nuestra economía y, de modo destacado, con el reducido nivel que han venido manteniendo los tipos de interés.

Sin embargo, la posición financiera de los agentes y, por lo tanto, su propensión al gasto se han ido haciendo más sensibles a la evolución de su renta, de los tipos de interés y del precio de la vivienda. Una sensibilidad que adquiere mayor relevancia cuando los tipos de interés se encuentran en una fase alcista y los precios de la vivienda tienden a desacelerarse. No obstante, la posición patrimonial de las empresas y de las familias se encuentra saneada y suministra una base sólida para su adaptación a los niveles de tipos de interés que se correspondan con el mayor dinamismo económico del área del euro. No se puede descartar, sin embargo, que una parte de los hogares endeudados que tienen menor nivel de renta y de las empresas de servicios inmobiliarios puedan ser vulnerables.

En todo caso, el entorno de estabilidad de precios, que acota el recorrido previsible de los tipos de interés, y la previsión de una desaceleración gradual de los precios de la vivienda —a

la que apuntan los últimos datos oficiales publicados— contribuyen a aliviar los elementos de riesgo señalados. Además, la solvencia del sistema financiero y la saneada situación de las finanzas públicas, a la que luego me referiré, constituyen una importante válvula de seguridad para el mantenimiento de la estabilidad general de la economía.

La economía española muestra, en fin, unas perspectivas de crecimiento en los próximos trimestres relativamente saludables, cuya continuidad en el medio plazo requiere proseguir avanzando en la contención de la demanda interna y en la ampliación de la capacidad de respuesta de la oferta agregada. En este contexto, las políticas económicas deben contribuir a alcanzar estos objetivos.

Ya me he referido a la orientación de la política monetaria única y he mencionado el hecho de que la retirada gradual de su tono expansivo se está produciendo en un momento particularmente oportuno para la economía española, pues el ajuste de las condiciones monetarias favorece la contención de la demanda interna y ayuda a reequilibrar la expansión.

En cuanto a la política fiscal, las últimas previsiones relativas al saldo de las cuentas públicas en 2006 apuntan a un superávit del 1,1%, superior en dos décimas al que se fijó en la última actualización del Programa de Estabilidad, del 0,9% del PIB. Un cierre de las cuentas públicas en este entorno bastaría para cumplir con holgura los requerimientos fiscales que establecen los compromisos europeos en el ámbito del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento y para prolongar la trayectoria descendente de la deuda pública, cuya ratio en proporción al PIB podría situarse por debajo del 40% al concluir el año.

Esta mejora en la posición fiscal refleja el hecho de que la economía española ha estado creciendo por encima de lo previsto, así como el de que la recaudación tributaria en las principales figuras impositivas ha superado holgadamente las estimaciones que se realizaron en el ejercicio de programación presupuestaria.

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2007 establece un objetivo de superávit para el conjunto de las Administraciones Públicas (AAPP) del 0,7% del PIB, en un escenario macroeconómico que, como ya he mencionado, supone una ligera desaceleración del PIB. La continuidad del escenario de bonanza económica y la previsible prolongación del dinamismo recaudatorio deberían permitir superar ese objetivo, a pesar de la confluencia en 2007 de una serie de factores que tenderán a mermar la recaudación, como son la entrada en vigor de la reforma del IRPF y del impuesto de sociedades, las nuevas perspectivas financieras de la UE o determinados elementos de la reforma del trabajo que entró en vigor el pasado julio. La consecución de un superávit superior al programado, en línea con lo que ha ocurrido en los últimos años, estaría más en consonancia con el papel que le corresponde a la política fiscal en la actual coyuntura de la economía española. Es esta una orientación que no debe relajarse. Los buenos resultados que ha obtenido la economía española en estos últimos años son un claro exponente de lo fructíferas que pueden llegar a ser las estrategias de estabilidad presupuestaria y su plena compatibilidad con el mantenimiento de fases prolongadas de crecimiento económico.

Las prioridades de las políticas de gasto que incorporan los Presupuestos están orientadas hacia áreas de gran importancia para la mejora de la productividad, como el aumento de recursos para la educación y la innovación o el incremento de la inversión en infraestructuras. Es importante, por tanto, que se vele por la eficiencia de las actuaciones que se emprendan, de manera que se asegure que el incremento de recursos se plasme en mejoras efectivas de la capitalización y de la productividad en el medio plazo.

Para seguir avanzando en la mejora de la posición fiscal estructural es imprescindible incrementar la eficiencia en la gestión del gasto por parte de los distintos niveles de gobierno de las AAPP. En este sentido, cabe recordar que el Estado ejecuta solo un 20% del gasto público de las AAPP y que, atendiendo a las últimas estimaciones, arrojará en 2006, por segundo año consecutivo, una posición fiscal superavitaria, que se prolongará en 2007 según las previsiones del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para ese año. Es importante, por consiguiente, recabar el apoyo de las Comunidades Autónomas, cuyo saldo presupuestario conjunto continúa siendo deficitario –y lo seguirá siendo en 2007–, no solo para seguir progresando en la mejora de la posición fiscal de las AAPP, sino también para alcanzar una gestión más eficiente del gasto, del que son responsables de algo más del 35% del total.

Estos esfuerzos contribuirán a crear unas bases más adecuadas para afrontar los retos que plantean el envejecimiento y el compromiso adoptado de atender las necesidades que genera la protección en las situaciones de dependencia.

Por el lado de las políticas de oferta, el esfuerzo debe centrarse en el logro de mercados de factores y productos más flexibles, que ayuden a la economía española a adaptarse a un entorno cada vez más competitivo y a utilizar de manera eficiente los recursos productivos disponibles. Ello requiere conservar la actual capacidad de creación de empleo y generar, al mismo tiempo, ganancias de productividad. El Plan Nacional de Reformas articula un conjunto de actuaciones orientadas en esta dirección, que debe aplicarse con decisión y ambición. Sin embargo, existen algunas parcelas de la economía, como el mercado de trabajo, en cuya reforma debería seguir profundizándose.

El cuadro que se desprende de la información reciente que acabo de comentar es el de una economía que mantiene el dinamismo con un renovado vigor y con una tendencia al reequilibrio de los factores sostenedores del crecimiento. Sin embargo, los elementos de riesgo para su sostenibilidad a largo plazo, sobre los que viene alertando el Banco de España, continúan vigentes, por lo que sigue siendo pertinente mantener la cautela y profundizar en la agenda de las reformas pendientes. De esta forma, la economía española podría aprovechar las oportunidades que brinda la prolongación de la larga fase de expansión que está viviendo y podría seguir avanzando a medio y largo plazo en la convergencia con los niveles de bienestar de las economías más avanzadas.

10.10.2006.

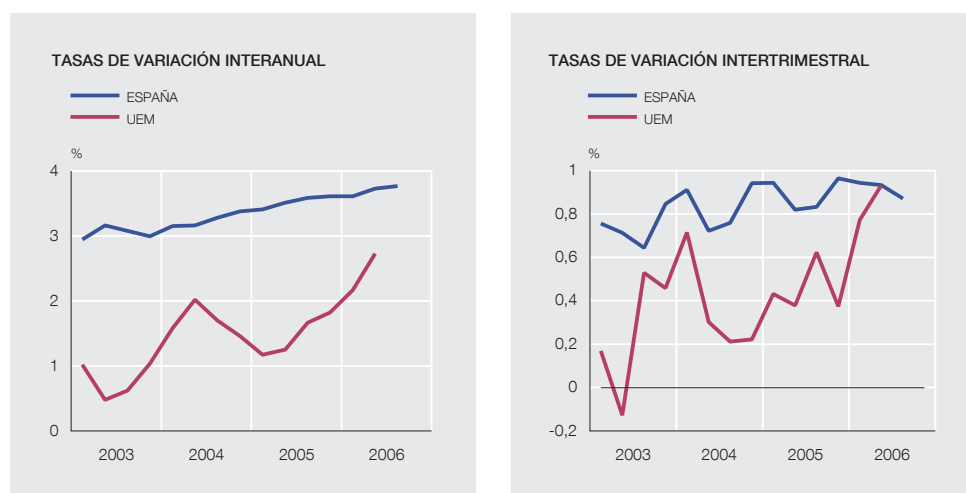
1 Rasgos básicos

En el transcurso de los dos últimos trimestres se ha prolongado la fase de dinamismo de la actividad y del empleo en la economía española, con un perfil de suave aceleración en el ritmo de avance de ambas variables que ha sido compatible con un cierto reequilibrio de la aportación de la demanda nacional y de las exportaciones netas al crecimiento. Durante el segundo trimestre de 2006, según los datos de la CNTR, la tasa de crecimiento interanual del PIB se elevó hasta el 3,7%, una décima más que en los tres primeros meses del año, gracias a la mejora de la aportación de la demanda exterior neta al PIB, que compensó el pequeño recorte de la demanda nacional.

La información recibida sobre el tercer trimestre de este año apunta a que el producto ha seguido ganando dinamismo, con lo que su ritmo de crecimiento podría haberse situado en el 3,8%, lo que representa una tasa intertrimestral del 0,9%, similar a la del segundo trimestre (véase gráfico 1). El repunte del PIB se asienta en el mantenimiento de la relativa pujanza del gasto interior, tras la lenta desaceleración que venía registrando este componente desde los primeros trimestres de 2005, y en la mejora adicional de la aportación de la demanda exterior, más modesta que en el trimestre precedente. Se estima que la demanda nacional habría crecido en este trimestre a una tasa interanual del 4,6% y que la aportación negativa de la demanda externa se habría reducido desde 1,1 puntos porcentuales (pp) en el segundo trimestre hasta 1 pp en el tercero.

Dentro de la demanda nacional, se aprecian el vigor del consumo de los hogares, cuya tasa de avance permanecería estable en el tercer trimestre, y el dinamismo de la inversión en construcción, que podría experimentar un ligero aumento, en un contexto de fortaleza tanto de la inversión residencial como de la obra civil y la edificación no residencial. La inversión en equipo podría moderarse levemente, aunque seguiría expandiéndose a un ritmo intenso, con una tasa interanual en el entorno del 9%. Por el lado de la oferta, en el tercer trimestre han continuado acelerándose la producción industrial, impulsada por la recuperación de las exportaciones y el avance sostenido de la inversión en equipo, y el empleo, en un contexto en que la población ha seguido creciendo a ritmos elevados, al igual que la tasa de actividad. La tasa de paro, por su parte, experimentó un descenso adicional, hasta situarse en el 8,1%. En cuanto a la evolución de la inflación, desde el mes de agosto se ha registrado un recorte muy significativo del ritmo de crecimiento interanual del IPC, que se situó por debajo del 3% en septiembre, frente a tasas próximas al 4% en el segundo trimestre. Dicha desaceleración está motivada, fundamentalmente, por el marcado descenso de los precios de la energía, aunque en los dos últimos meses se observa una ligera ralentización de la inflación subyacente, que, en todo caso, permanece próxima al 3%. El diferencial de inflación con la UEM en términos del IAPC ascendió a 1,2 pp en septiembre, lo que supone una disminución de casi medio punto respecto al diferencial observado en la primera mitad del año.

El panorama económico internacional de los últimos meses ha venido marcado por la sustancial disminución de los precios del petróleo registrada desde agosto y por las señales más claras percibidas acerca de la desaceleración de la economía estadounidense y, en menor medida, de la japonesa. En el caso de Estados Unidos, la pérdida de vigor de la actividad en el segundo trimestre se confirmó en el tercero, con una ralentización basada más en la inversión —tanto residencial como empresarial— y en la demanda externa que en el gasto de los hogares, que mostró todavía signos de fortaleza. En Japón, la incertidumbre se centra en el consumo privado, que ha arrojado signos de debilidad en el tercer trimestre. En contraste con



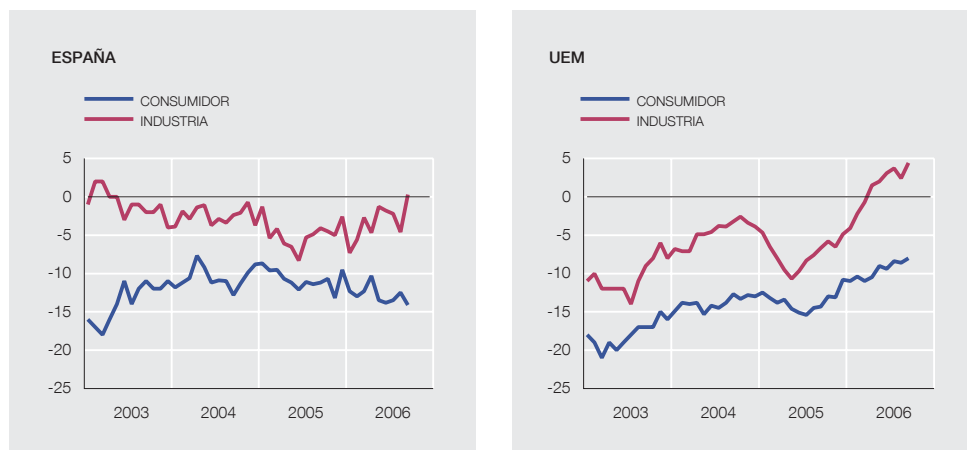
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

el menor empuje de estas economías desarrolladas, las economías emergentes han mantenido unas tasas de crecimiento bastante robustas, destacando especialmente China y otras economías asiáticas, pero también la mayoría de países de América Latina y Europa del Este. Respecto a este último grupo de países, es importante reseñar que la Comisión Europea dio el visto bueno para la incorporación de Bulgaria y Rumanía a la UE el próximo 1 de enero de 2007, con lo que esta pasará a contar con 27 Estados miembros.

En cuanto al precio del petróleo, después de haber alcanzado máximos históricos a principios de agosto en torno a los 78 dólares por barril de Brent, se ha registrado un descenso acusado, en torno al 20%. Esta moderación del precio está relacionada con el menor dinamismo de la actividad esperado en algunos países industrializados, si bien también se vio favorecida por la suavización de la tensión geopolítica, especialmente en Oriente Medio, los buenos datos de existencias en Estados Unidos, así como por la finalización de la temporada estival, que implica una menor demanda. Con todo, la curva de futuros siguió mostrando precios similares o superiores al precio de contado.

Las perspectivas de menores presiones inflacionistas que suponen la desaceleración de la actividad y el abaratamiento del petróleo han generado un cierto cambio en las expectativas de los mercados con respecto a los movimientos de los tipos de interés oficiales en algunos países, además de un nuevo descenso de los tipos de interés a largo plazo. No obstante, en el caso de Estados Unidos, la Reserva Federal ha seguido mostrando cierta preocupación por el elevado nivel de la tasa de inflación subyacente. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra ha mantenido el tipo de interés oficial en el 4,75% desde que lo elevó en agosto, aunque las perspectivas apuntan a una nueva subida en el futuro. En el conjunto de los países asiáticos emergentes y en los de Europa del Este, el tono de la política monetaria tendió, en general, a seguir endureciéndose. Durante el tercer trimestre del año los mercados financieros internacionales evolucionaron de forma favorable, con alzas en los mercados de renta variable y un estrechamiento de los diferenciales soberanos en los mercados emergentes. En resumen, las perspectivas de la economía mundial siguen siendo positivas, si bien existe incertidumbre sobre el grado de permanencia de los menores precios alcanzados por el petróleo y sobre la capacidad de las economías emergentes y de otras áreas desarrolladas de mantener un crecimiento robusto y autónomo en ausencia de una contribución más apreciable de Estados Unidos a ese dinamismo.



FUENTE: Comisión Europea.

En la zona del euro ha proseguido con cierta intensidad la recuperación económica que se inició en 2005, con una tasa interanual de crecimiento en el segundo trimestre del 2,7%, la más alta desde el año 2001. Además, en ese período la expansión fue bastante generalizada por países, aunque no por componentes, pues se observó una mayor aportación de la inversión —tanto en equipo como en construcción—, pero el consumo privado siguió dando muestras de debilidad. Se espera que la economía europea mantenga un crecimiento robusto en el tercer trimestre, aunque probablemente inferior en términos intertrimestrales al de la primera parte del año, pues no parece que la intensa expansión de algunos países, como Alemania o Francia, durante el segundo trimestre pueda mantenerse en el tercero. Con todo, es previsible que el PIB registre una tasa de crecimiento medio en 2006 por encima del 2,5%, en línea con la estimación realizada por algunos organismos internacionales. La principal fuente de incertidumbre es el comportamiento del consumo privado, muy afectado por los pobres resultados en Alemania e Italia, donde se aprecia una conexión menos estrecha que en el pasado entre la creación de empleo, que ha sido relativamente vigorosa, y el gasto de las familias. En cualquier caso, la mejora de la renta disponible debida al abaratamiento de la energía y las perspectivas más favorables que parecen sugerir los indicadores de confianza podrían estimular el consumo privado en el futuro (véase gráfico 2). Asimismo, el incremento del IVA en Alemania, en enero de 2007, es un factor que puede afectar al perfil de la demanda, proporcionando un mayor soporte a la actividad en 2006, pero, sobre todo, restándole impulso el año siguiente. Aunque en el crecimiento de los últimos trimestres el dinamismo de la demanda nacional ha desempeñado un papel más relevante, el principal riesgo para la actividad de la UEM está relacionado con los efectos que podría tener una desaceleración más acusada de la economía norteamericana y con la posibilidad de que esa circunstancia conduzca a una corrección desordenada de los desequilibrios exteriores globales.

Pese al empuje de la actividad, la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable en la zona del euro en los últimos trimestres. Además, la disminución reciente del precio del petróleo se ha reflejado en un rápido descenso del IAPC, cuya tasa se ha situado sustancialmente por debajo del 2% en septiembre. No obstante, los riesgos sobre la inflación en el medio plazo se mantienen al alza, debido tanto a la incertidumbre sobre la continuidad de este abaratamiento del crudo como a la posible traslación a los precios de consumo de los incrementos pasados en el precio de la energía. La valoración de estos riesgos, sobre todo, en un entorno de creciente dinamismo de la demanda, hizo que el Consejo de Gobierno del BCE aumentara, de nuevo, su tipo de interés oficial en 25 pb, tanto en la reunión celebrada el 3 de

agosto como en la del 5 de octubre, con lo que en la actualidad se sitúa en el 3,25%. Con todo, las condiciones financieras pueden seguir siendo consideradas como relativamente holgadas.

La política fiscal ha mantenido, en líneas generales, un tono neutral en el conjunto de la zona del euro. Además, es probable que la evolución favorable de la recaudación impositiva se materialice en saldos presupuestarios para 2006 superiores a los contenidos en los programas de estabilidad, si bien todavía algunos países registrarán este año déficits por encima del 3% del PIB. La experiencia de los primeros años de la presente década, cuando la desaceleración económica condujo a que en algunos Estados miembros se desbordaran con cierta facilidad los límites al déficit establecidos en el Tratado y en el Pacto de Estabilidad, aconseja aprovechar el actual contexto de mayor dinamismo económico para realizar avances más decididos en el proceso de consolidación fiscal, que proporcionen un margen de maniobra suficiente en el futuro para afrontar eventuales pérdidas de vigor de la actividad.

Este escenario internacional bastante favorable, con un mantenimiento, en líneas generales, del crecimiento económico mundial y, en particular, con una clara recuperación de la zona del euro se ha reflejado en una mejora significativa de la aportación del sector exterior a la expansión de la economía española, que, a lo largo de 2006, ha compensado la mayor moderación de la demanda nacional. Como se señaló al inicio de este informe, esta pauta ha seguido presente durante el tercer trimestre, si bien en este período se detuvo la desaceleración de la demanda nacional y la gradual mejora de la contribución del sector exterior a la expansión del producto fue algo inferior a la del trimestre precedente. El dinamismo de la actividad industrial y de las exportaciones siguió siendo un rasgo distintivo del patrón de crecimiento en el tercer trimestre, que contrasta con la atonía que mostraron estas partidas el año anterior. Además, la inversión tanto en equipo como en construcción mantuvo una gran fortaleza, así como el consumo privado, de modo que el relativo endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras —que se ha materializado en un aumento de los tipos de interés a un año del mercado interbancario de algo más de 30 puntos básicos (pb) en el último trimestre y en un incremento del coste de los préstamos bancarios a los hogares y las sociedades— no ha tenido todavía incidencia clara en las decisiones de gasto de los agentes.

El mantenimiento del ritmo de avance del consumo privado en una tasa similar a la del trimestre anterior se ha basado en el vigor que mantiene la creación de empleo y en la persistencia de un efecto riqueza significativo. Este efecto se ha debido a que, si bien en el tercer trimestre se mantuvo la tónica de desaceleración gradual del precio de la vivienda —con un crecimiento interanual del 9,8%, 1 pp inferior a la tasa observada el trimestre anterior—, también se ha producido una revalorización significativa de los activos bursátiles, que han reflejado los buenos resultados empresariales, el efecto positivo del descenso en el precio del petróleo sobre las perspectivas económicas y las operaciones corporativas que están produciéndose en los últimos trimestres. El resultado neto ha inducido que el consumo haya crecido más que la renta disponible, por lo que se estima que la tasa de ahorro de las familias ha seguido disminuyendo. Como, a la vez, la inversión residencial ha prolongado su fortaleza, las necesidades de financiación de este sector han continuado aumentando, de modo que se ha mantenido el recurso de los hogares al endeudamiento para financiar su gasto. En este sentido, el avance interanual del crédito fue similar al observado durante la primera parte del año, con tasas algo superiores al 20%, aunque comienzan a apreciarse una inflexión a la baja en el ritmo de expansión del crédito hipotecario y una aceleración de los recursos destinados a financiar el consumo, como consecuencia, quizá, del mayor gasto registrado en bienes de consumo duradero distintos de los automóviles.

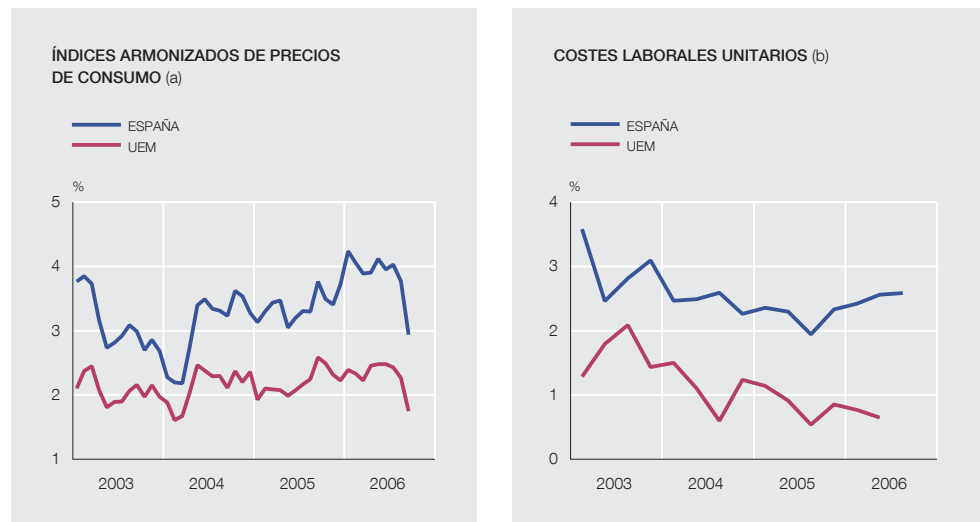
También la inversión en equipo ha continuado mostrando en los últimos meses un elevado dinamismo, apoyada en la mayor actividad exportadora —muy centrada en las ventas al exterior de este tipo de bienes— y en la pujanza del sector industrial. Al igual que en el caso de los hogares, la actividad empresarial se ha financiado con un recurso creciente al endeudamiento, con una tasa de crecimiento interanual de la financiación obtenida algo superior al 26%, lo que ha determinado una trayectoria ascendente tanto en la ratio de endeudamiento como en la carga financiera de las sociedades no financieras. Esta evidencia debe, en todo caso, matizarse acudiendo a la información sobre el crédito bancario concedido por ramas, donde se observa que las tasas de crecimiento más altas se vienen registrando en la financiación a la construcción y actividades inmobiliarias, mientras que en el resto de ramas productivas la expansión del crédito muestra ritmos de avance interanual más moderados, en torno al 10%-15%.

En cuanto a la inversión en construcción, en el tercer trimestre se han mantenido los elevados registros de los últimos trimestres, con tasas próximas al 6%, en un contexto en que la demanda de vivienda ha seguido mostrando una gran fortaleza, mientras que la edificación no residencial y, sobre todo, la obra civil han dando signos de intensa actividad. En el caso de la inversión residencial, resulta difícil determinar en qué medida su actual dinamismo puede obedecer al adelanto de determinadas decisiones de inversión como consecuencia de ciertos cambios normativos.

Los flujos de comercio exterior han mantenido en el tercer trimestre una pauta similar a la del período previo, con unos ritmos de aumento de las exportaciones más acordes con el avance de los mercados de exportación y con un incremento intenso de las importaciones. De este modo, en la parte transcurrida de 2006 se observa una clara recuperación de las exportaciones, tras los malos resultados de 2005, que debe explicarse por el fuerte avance del comercio mundial y por el despegue de la actividad económica de los países europeos, pues no se observan mejoras en los índices de competitividad-precio. Por productos, el mayor dinamismo de las exportaciones ha sido generalizado, aunque puede destacarse la expansión de las ventas de bienes de equipo y de productos textiles, mientras que las de automóviles mostraron una cierta debilidad, aunque no tan acusada como la de 2005. Pese a la recuperación de la zona del euro, los principales aumentos de las ventas al exterior en 2006 se observan en los mercados de fuera de la UEM. Los indicadores del sector turístico tuvieron una evolución favorable durante los meses de verano y los ingresos por turismo mejoraron respecto al trimestre anterior, con una recuperación del gasto medio por turista.

Por su parte, el fuerte ritmo de crecimiento de las importaciones en términos reales en el tercer trimestre resulta coherente con el avance de la demanda final, el elevado contenido importador de las exportaciones y de la inversión en bienes de equipo, y la mejora de la competitividad de los productos importados frente a los nacionales. Por productos, destaca el comportamiento expansivo de las compras al exterior de bienes de equipo y de productos intermedios no energéticos, lo que se encuentra en consonancia con el dinamismo tanto de la inversión como de la actividad industrial. Las importaciones de servicios turísticos podrían haber mantenido la tónica de desaceleración que ha venido observándose desde finales de 2005.

A la luz de estos datos, y según la información provisional disponible sobre el crecimiento del comercio mundial, la cuota de exportaciones española estaría tendiendo a estabilizarse en 2006, después del retroceso registrado durante los dos ejercicios anteriores, aunque la penetración de importaciones habría seguido aumentando. En cualquier caso, la brecha entre los ritmos de crecimiento de exportaciones e importaciones ha seguido dando lugar a una ampliación del déficit exterior.



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas de variación interanual.

b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

El empleo ha continuado mostrando un gran dinamismo en la economía española. Como en trimestres anteriores, la recuperación de la producción industrial no impulsó significativamente la creación de puestos de trabajo en esa rama, de modo que, de nuevo, fueron la construcción y los servicios los sectores donde el empleo mostró tasas de expansión más elevadas. Por ello, no se han observado cambios sustanciales ni en la evolución de la productividad por sectores, donde sigue destacando el avance que se consolida en el sector industrial, ni en su marcha en el conjunto de la economía.

La remuneración por ocupado se aceleró en el primer semestre del año en la economía de mercado, con una tasa del 2,7% en el segundo trimestre, siete décimas más que a finales de 2005. Esta trayectoria, que, en parte, obedece a la activación de las cláusulas de revisión salarial de 2005, probablemente ha continuado en el tercer trimestre. De cualquier forma, es preciso resaltar que ese ritmo de crecimiento de la remuneración se encuentra por debajo de los salarios negociados en convenios colectivos, lo que refleja la importancia de los efectos sobre el agregado de la incorporación de nuevos trabajadores al mercado laboral. Sin embargo, las bajas tasas de productividad han supuesto que los incrementos de remuneración se trasladen, en gran medida, a los costes laborales unitarios, que muestran un perfil significativamente más expansivo que el de los países de la UEM (véase gráfico 3). Esto, unido al comportamiento de los márgenes, que han aumentado de forma intensa, ha contribuido a que la inflación siga situándose en cotas relativamente elevadas durante el tercer trimestre.

En términos del IPC, sin embargo, el notable abaratamiento del petróleo que ha tenido lugar desde el mes de agosto se ha reflejado con rapidez en las cifras de los dos últimos meses, de modo que la tasa interanual del IPC en septiembre descendió al 2,9%, frente al 4% registrado en junio. Esta rápida traslación, junto con el mayor peso del componente energético en la cesta de precios de consumo de España y con la ligera moderación que se ha observado en paralelo en la inflación subyacente, ha conducido a una disminución del diferencial de precios con la UEM, desde una media de 1,6 pp en el primer semestre del año a 1,2 pp en septiembre. Aunque esta desaceleración de los precios tiene un componente transitorio evidente, también presenta unas implicaciones relevantes tanto para las finanzas públicas, pues supon-

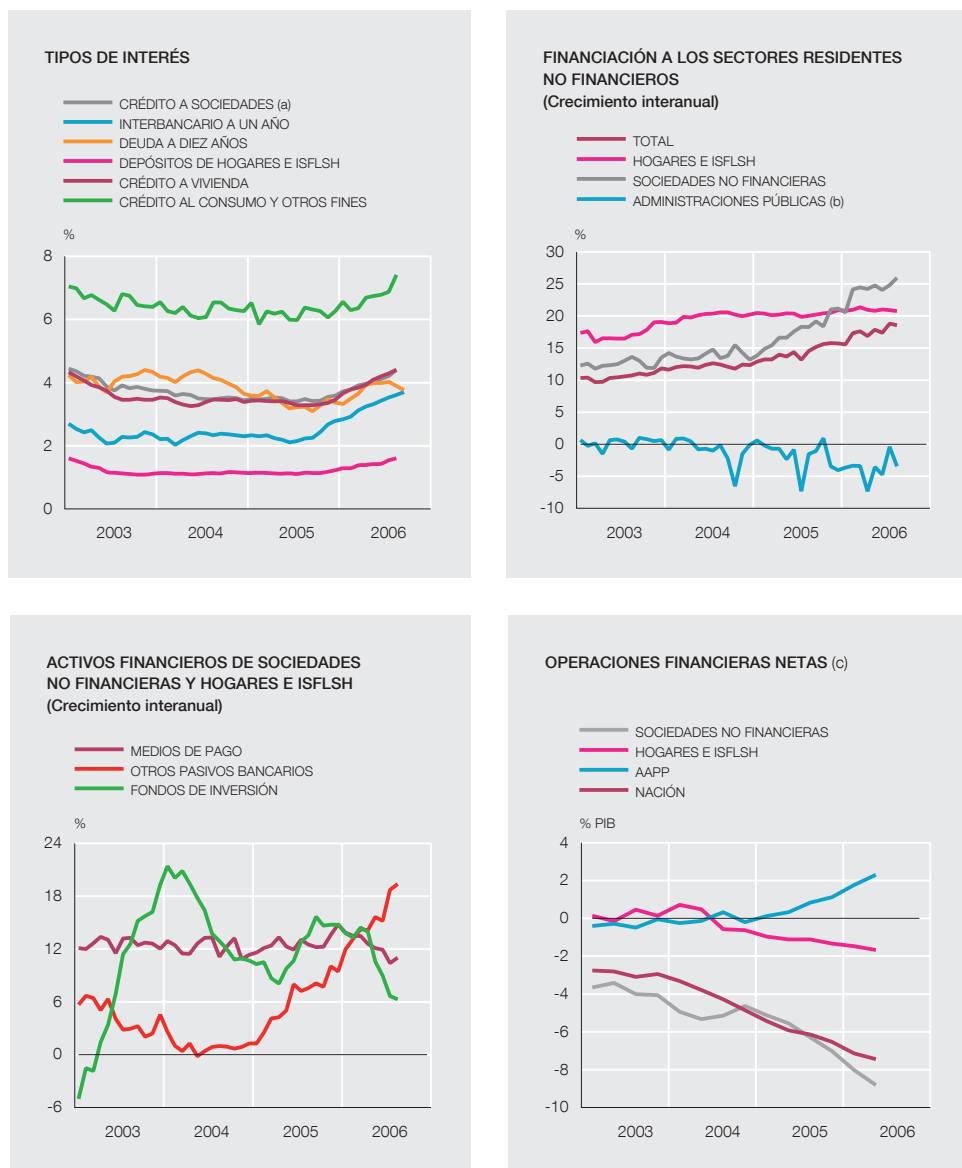
drá una disminución del gasto en pensiones de 2007, como para la evolución de los costes laborales el próximo año, ya que reducirá el impacto de la activación de las cláusulas de revisión salarial. Además, es posible que la negociación salarial de 2007 tenga lugar mientras la principal referencia de inflación se sitúe en tasas inferiores al 3%, sustancialmente más moderadas que las que se registraron en la primera mitad de 2006. Sería importante, en consecuencia, que esta disminución del IPC se incorporara plenamente al proceso de formación de precios y se tradujera en una moderación de las expectativas de inflación, lo que permitiría que tuviera un efecto permanente sobre la inflación futura y, con ello, que se progresara en el estrechamiento de nuestro diferencial de precios con la UEM.

En resumen, durante el tercer trimestre se ha detectado que la economía española ha seguido ganando dinamismo, que, si bien se apoya en un cierto reequilibrio de las fuentes de crecimiento a favor de la demanda exterior, sigue estando sustentado básicamente por una demanda nacional muy robusta. Además, la mejora de la contribución del sector exterior parece responder más al vigor del entorno internacional que a una evolución favorable de la competitividad-precio en España. En este sentido, la continuación del proceso de fuerte crecimiento económico no se ha visto acompañada de una disminución de los desequilibrios observados en años anteriores, en forma de un elevado déficit exterior, un diferencial de inflación con la UEM persistente e incrementos intensos del endeudamiento del sector privado (véase gráfico 4). Ante esta situación, la contribución de las políticas económicas, modulando el impulso de la demanda y mejorando las condiciones de funcionamiento de la oferta, es fundamental.

En las últimas semanas se ha presentado el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2007, además de proporcionarse el saldo presupuestario esperado para 2006 dentro de la notificación del Protocolo de Déficit Excesivo. Los saldos facilitados para estos dos años —que representan superávits del 1,1% del PIB en 2006 y del 0,7% del PIB en 2007— supondrían, de alcanzarse, un tono relativamente expansivo de la política presupuestaria. Sin embargo, el dinamismo de los ingresos tributarios en el período transcurrido de 2006 permite prever un saldo mejor que el apuntado, con lo que la orientación de la política fiscal tendería a ser neutral en este ejercicio. En cuanto a 2007, el mejor punto de partida del presente año debería suponer también un superávit más alto que el previsto, si bien en este caso cabe esperar que la aplicación de la reforma del IRPF y del Impuesto de Sociedades suponga un cierto sesgo expansivo en la orientación de la política fiscal. En este contexto, sería conveniente utilizar las posibles desviaciones al alza en la recaudación, en línea con lo que viene ocurriendo en el actual contexto expansivo, para mejorar el saldo presupuestario y contribuir, así, a aliviar las tendencias al desequilibrio que provoca la presión de la demanda nacional.

En cuanto a la reciente reforma del mercado de trabajo, es aún demasiado pronto para realizar una valoración detallada sobre su impacto. No obstante, cabe resaltar que la información procedente de la estadística de contratos del INEM muestra un repunte apreciable de la contratación indefinida desde el mes de julio, debido, sobre todo, a las conversiones de contratos temporales. Como se recordará, la reforma incluye un período extraordinario de bonificación a estas conversiones que finaliza el próximo 31 de diciembre, por lo que cabe esperar que este elevado dinamismo se mantenga en los próximos meses. Por otra parte, los datos de la EPA referidos al tercer trimestre del año, que acaban de ser publicados por el INE, muestran que la ratio de temporalidad se elevó al 34,6%, dos décimas más que en el trimestre precedente, si bien en los meses de verano suele apreciarse cierto incremento de esa ratio por causas estacionales y en este año ese aumento ha sido inferior al observado para el mismo período en los dos ejercicios anteriores.

Finalmente, debe destacarse que el pasado 13 de octubre el Consejo de Ministros aprobó el Informe Anual de Progreso 2006 del Programa Nacional de Reformas (PNR). El PNR



FUENTE: Banco de España.

a. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

b. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

recoge la estrategia de política económica para el período 2005-2010, cuyos dos objetivos fundamentales para finales de la presente década son la plena convergencia en renta per cápita con la Unión Europea (UE 25) y alcanzar una tasa de empleo del 66%¹. En 2005, las cifras alcanzadas en estos parámetros fueron el 98,8% en el caso de la renta per cápita y el 63,2% en el de la tasa de empleo. Tanto el PNR como este Informe de Progreso ponen énfasis en los pobres resultados obtenidos en el frente de la productividad, que evoluciona más lentamente que en la UE, lo que entorpece el proceso de convergencia en la renta con esa área. En cuanto a su aplicación, la puesta en marcha del Plan discurre a buen ritmo,

1. Para más información sobre el PNR, puede consultarse el recuadro 1.4 del *Informe Anual* del Banco de España de 2005.

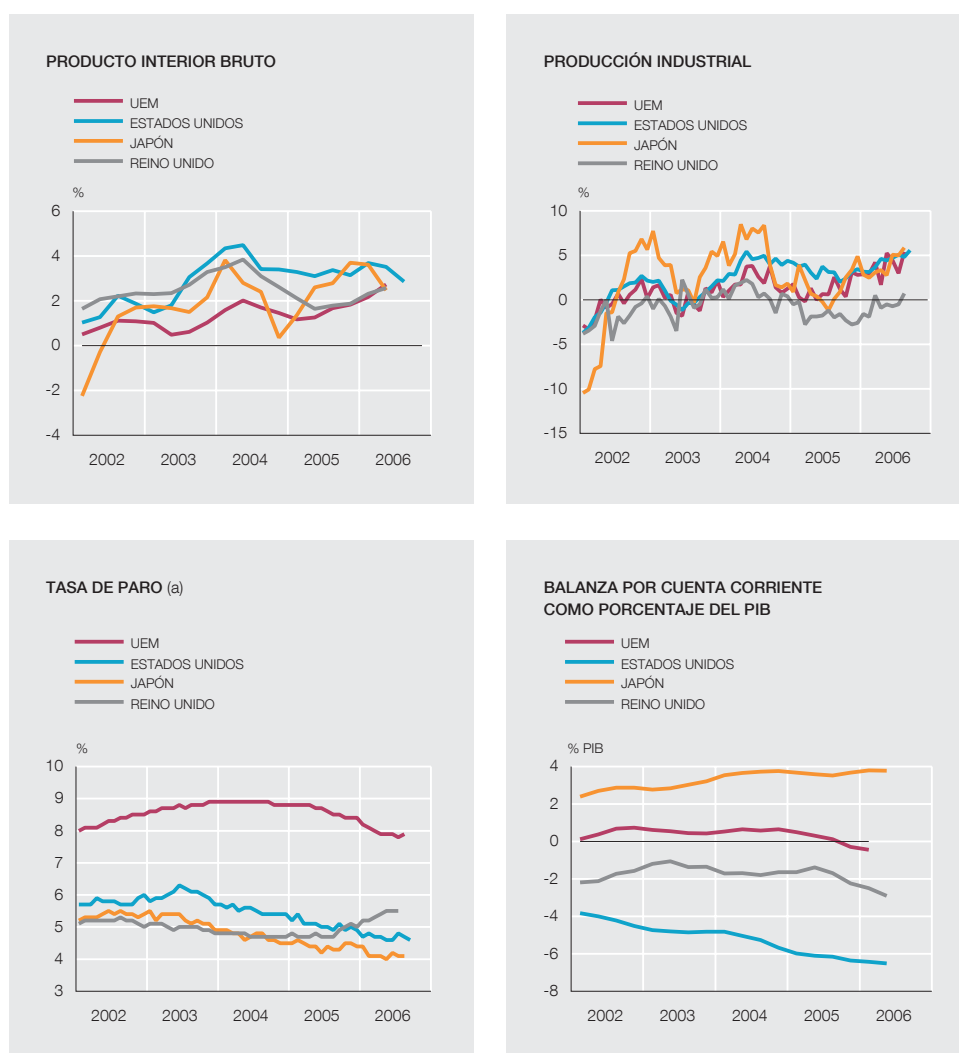
ya que en el primer año de vigencia del PNR se ha aprobado algo más de la mitad de las 310 medidas que contenía el Plan. En cualquier caso, dada la naturaleza de este Programa, es de esperar que el grueso de estas medidas despliegue sus efectos en el presente año y en los siguientes, por lo que sus frutos deberán evaluarse con una perspectiva algo más prolongada. Una aplicación pronta y ambiciosa de las orientaciones de dicho Plan es muy importante para asegurar la sostenibilidad del crecimiento económico en el marco de las condiciones exigentes que se derivan de la pertenencia a la UEM y del avance de la globalización.

2 Entorno exterior del área del euro

En el último trimestre, la evolución en el entorno exterior del área del euro vino marcada, fundamentalmente, por la desaceleración económica en Estados Unidos y, en menor medida, en Japón, que, unida a unas perspectivas de menores presiones inflacionistas, propició un nuevo descenso de los tipos de interés a largo plazo y cambios en las expectativas de los mercados financieros con respecto a los movimientos de los tipos de interés oficiales. La desaceleración de la actividad económica se extendió a la mayoría de las economías emergentes, que mantuvieron, sin embargo, unas tasas de avance bastante elevadas, especialmente China y otras economías asiáticas. En cuanto al comportamiento de los mercados, lo más relevante fue la notable caída en los precios del petróleo desde mediados de agosto.

La revisión de las expectativas de mercado sobre la evolución de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos —donde los mercados de futuros comenzaron a incorporar movimientos a la baja, tras mantener la Reserva Federal el tipo de los fondos federales en el 5,25%, en sus tres últimas reuniones— y en Japón vino acompañada por ganancias en los índices bursátiles y reducciones en los diferenciales de crédito de los bonos corporativos. En los mercados cambiarios, el dólar osciló entre 1,29 y 1,25 unidades por euro, mientras que el yen se depreció frente a ambas monedas y llegó a registrar mínimos históricos frente al euro. Los mercados emergentes se recuperaron del período de volatilidad experimentado en el segundo trimestre del año, a pesar de observarse correcciones limitadas y transitorias en algunos países, como consecuencia de factores de índole interna. El precio del petróleo, tras haber alcanzado máximos históricos de 78 dólares por barril a principios de agosto, se situó por debajo de los 60 dólares por barril a finales de septiembre, un 20% por debajo del precio al contado tres meses antes. Este descenso se vio favorecido por las menores tensiones geopolíticas, los buenos datos de existencias en Estados Unidos y la finalización de la temporada estival, y coincidió con caídas en los precios de algunas materias primas metálicas, especialmente el oro. A mediados de octubre, los miembros de la OPEP acordaron una reducción de su oferta de petróleo de 1,2 millones de barriles diarios (1,4% del consumo mundial) a partir del 1 de noviembre, lo que solo provocó un repunte leve y transitorio de los precios, que se mantienen en el entorno de los 60 dólares por barril.

En Estados Unidos, el PIB creció un 1,6% en el tercer trimestre, en tasa trimestral anualizada, un punto porcentual menos que en el trimestre anterior; en tasa interanual se redujo del 3,5% al 2,9%. Esta desaceleración se debió a la fuerte caída de la inversión residencial, que restó 1,1 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, y a la aportación negativa de la demanda externa, como consecuencia de la aceleración de las importaciones. En cambio, tanto el consumo privado como la inversión no residencial se aceleraron. En este contexto de ralentización de la actividad y de corrección en el mercado inmobiliario —con caídas interanuales en los principales indicadores de precios de la vivienda—, el tono positivo del consumo privado y de la confianza de los consumidores vino favorecido por el descenso de los precios de la gasolina. Los datos del mercado de trabajo también fueron relativamente favorables. La caída significativa en el ritmo de creación de empleo, en septiembre, vino compensada por fuertes revisiones al alza de los datos de meses anteriores; además, la tasa de paro se mantuvo en el 4,6% de la población activa. De cara al futuro, la evolución del consumo privado constituye el principal riesgo sobre el crecimiento, vinculado al posible impacto contractivo del ajuste de los precios de la vivienda y a la incertidumbre sobre la capacidad de otras fuerzas —como la reducción de los precios energéticos, las buenas condiciones de financiación o la evolución del mercado laboral— para compensarlo. En

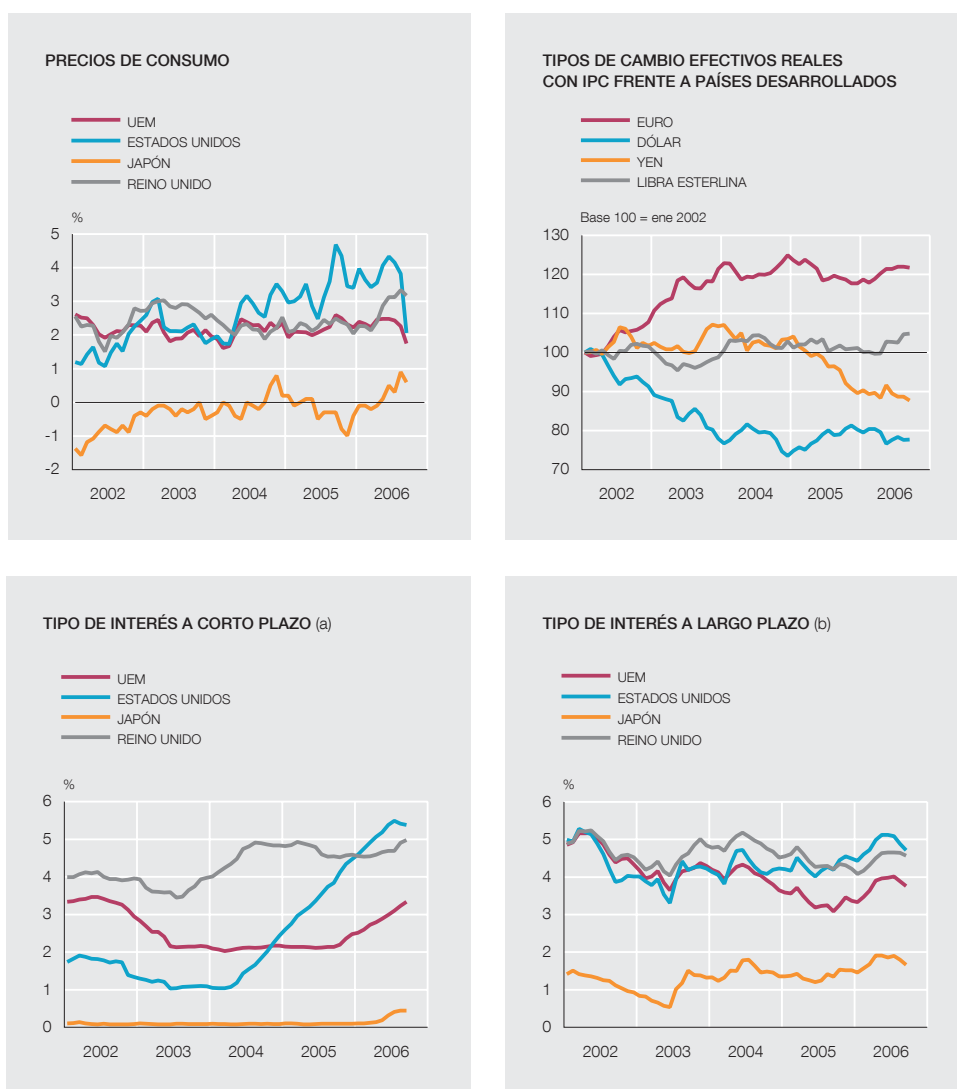


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

cuanto a la inflación, el descenso de los precios energéticos provocó una importante moderación del IPC en septiembre, que registró una caída en tasa intermensual del 0,5% y redujo su tasa interanual al 2,1%, frente al 3,8% del mes anterior, recorte al que también contribuyó el efecto base del fuerte aumento de los precios en septiembre de 2005. No obstante, la tasa de inflación subyacente aumentó una décima, hasta el 2,9%, en un contexto de aceleración de los costes laborales, y se mantiene el riesgo de que estos aumentos puedan trasladarse a las expectativas de inflación de los agentes, como han señalado diversos comunicados de la Reserva Federal. En cuanto a la política fiscal, el déficit federal para el ejercicio fiscal 2006 se situó en el 1,9% del PIB, frente al 2,6% del PIB de 2005, gracias al dinamismo de los ingresos.

En Japón, tras un inicio titubeante del trimestre, la actividad económica recuperó un mayor dinamismo, con indicadores de oferta positivos —en particular, la encuesta Tankan de confianza industrial y los pedidos de maquinaria— y una evolución favorable del mercado laboral, que situó la tasa de paro en el 4,2% de la población activa, en septiembre. A pesar del crecimiento del empleo, el consumo privado dio síntomas de un menor empuje a lo largo del tercer tri-



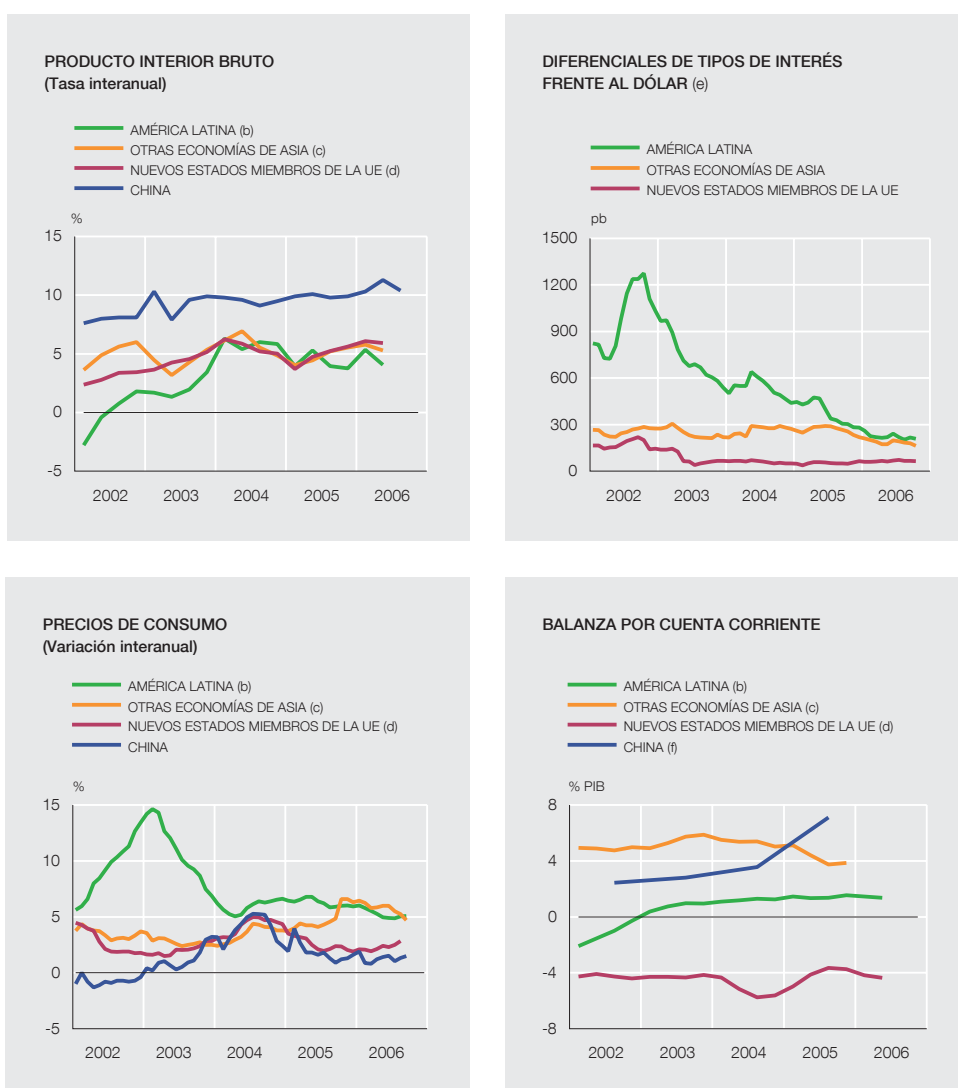
FUENTE: Banco de España.

a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.

b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

mestre, debido a un deterioro de la confianza y a la atonía de las remuneraciones salariales. En el sector exterior, la aceleración de las exportaciones y la moderación en el ritmo de expansión de las importaciones, en los últimos meses, dieron lugar a una mejoría en el saldo externo. En cuanto a los precios, el IPC de septiembre se moderó tres décimas, hasta un 0,6% interanual, mientras que la inflación subyacente se redujo en una décima —hasta el 0,2%—, debido, en gran parte, a la desaceleración de los precios de la energía. Los precios al por mayor, por su parte, sorprendieron al alza en septiembre, con un crecimiento del 3,6% interanual. Por último, el Banco de Japón mantuvo inalterados los tipos de interés oficiales en el 0,25% en su reunión de política monetaria de octubre.

En el Reino Unido, el PIB del tercer trimestre creció un 0,7% en tasa trimestral, lo mismo que en los dos primeros trimestres del año (en tasa interanual pasó del 2,6% al 2,8%), dando muestras de la robustez de la economía y confirmando el mensaje positivo de los indicadores recientes de oferta, como la producción industrial y las encuestas de directores de compras. El consumo privado también mantuvo una evolución relativamente favorable durante el trimestre, aunque en



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d. Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Letonia y Lituania.
- e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye a China.
- f. Datos anuales.

septiembre se observó cierta debilidad de las ventas al por menor. En el mercado laboral, la tasa de paro aumentó durante el trimestre hasta el 5,5% de la población activa. En cuanto a los precios, la tasa de inflación se redujo una décima en septiembre, hasta el 2,4% interanual, mientras que los precios de producción se desaceleraron notablemente, hasta el 1,8%. Los precios de la vivienda han consolidado su ritmo de expansión y crecieron por encima del 8% interanual en septiembre. En este contexto, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en el 4,75% en septiembre y octubre, tras la subida de 25 pb que introdujo en agosto.

El PIB se desaceleró en casi todos los nuevos Estados miembros de la UE en el segundo trimestre, aunque mantuvo tasas de avance muy robustas, al alcanzar un promedio del 5,6%

interanual, frente al 6% del primero. De nuevo, el dinamismo de la demanda interna compensó la aportación negativa del sector exterior. Los indicadores de actividad y de demanda del tercer trimestre de 2006 mantuvieron un tono, en general, positivo. Las tasas de inflación continuaron su trayectoria ascendente en la mayoría de los casos, debido al alza de los precios de la energía y de los alimentos, aunque persiste una notable variabilidad entre países (entre un 1,4% interanual en Polonia y un 5,9% en Letonia y Hungría). En septiembre, la evolución de los precios se moderó en algunos de ellos, por los menores precios de la energía. A consecuencia del repunte de la inflación, se produjeron aumentos de los tipos de interés oficiales en diversos países, como la República Checa y Eslovaquia, y también en Hungría, donde además del alza de las expectativas de inflación se ha producido un notable deterioro de las finanzas públicas. El nuevo programa de convergencia presentado por el gobierno de este país prevé un déficit público del 10,1% del PIB en 2006, que se reduciría al 3% en 2009. El grueso del ajuste fiscal —más de 6 pp— está previsto para 2007 y 2008, e implicaría un importante efecto contractivo sobre la demanda interna. En Turquía, el PIB repuntó en el segundo trimestre del año, del 6,5% al 7,5% interanual, a pesar de las turbulencias financieras de los meses de mayo y junio. Aunque los mercados financieros parecen haberse estabilizado, en los últimos meses ha continuado el deterioro del déficit por cuenta corriente y de la inflación. Finalmente, la Comisión Europea dio el visto bueno a la entrada en la UE de Bulgaria y Rumanía el 1 de enero de 2007.

En China, el PIB del tercer trimestre creció un 10,4% interanual, nueve décimas menos que en el segundo, confirmando los signos de desaceleración que mostraron algunos indicadores de actividad, como la inversión en activos fijos o la producción industrial, tras las medidas adoptadas desde abril para combatir los riesgos de recalentamiento. La oferta monetaria y el crédito interno también siguieron esta tendencia y retornaron a sendas de expansión más sostenibles. En cuanto al tipo de cambio del renminbi, se apreció significativamente en el tercer trimestre (un 1,1% respecto al dólar), aunque el superávit comercial alcanzó la cifra récord de 48,7 mm de dólares, acumulando en los nueve primeros meses de 2006 un 57% más que en el mismo período del año anterior. Sin embargo, los flujos de entrada de inversión extranjera directa siguieron cayendo, aunque levemente. La tasa de inflación fluctuó durante el trimestre: tras reducirse en julio, repuntó en agosto y septiembre hasta el 1,5% interanual, en tanto que los precios de producción oscilaron en torno al 3,5% interanual. En la mayoría de los principales países del resto de Asia el PIB del segundo trimestre registró una moderada desaceleración, resultado del menor avance de las exportaciones y, en algunos casos, de la demanda interna. Aun así, las tasas de crecimiento fueron muy elevadas, sobre todo en la India, cuyo crecimiento fue del 8,9% interanual. En los meses de julio y agosto la actividad económica mantuvo, en general, un tono positivo, y las exportaciones registraron un sensible dinamismo, especialmente en la India y en Corea del Sur. La inflación registró su máximo anual en agosto en varios países de la región, si bien en algunos otros se redujo como resultado de la moderación del crecimiento de los precios de la energía, tendencia que continuó en septiembre. En ese contexto, prosiguió el moderado endurecimiento de las políticas monetarias en el área.

En América Latina, los indicadores de actividad publicados para julio y agosto permiten señalar que en el tercer trimestre se mantuvieron las tendencias generales observadas en el trimestre anterior en las dos grandes economías de la zona: debilidad de la actividad en Brasil —aunque con una ligera recuperación— y un mayor dinamismo en México. Del mismo modo, se ralentizó aún más la actividad en Chile y se aceleró ligeramente en Argentina, Colombia y Perú. El favorable comportamiento de los datos de balanza comercial y los buenos resultados fiscales fueron factores que influyeron en la mejora de las calificaciones soberanas de Argentina, Brasil, Chile, Perú y Uruguay. En el ámbito de los precios, la tasa de inflación

interanual para la región en su conjunto repuntó dos décimas en el trimestre, hasta situarse en el 5,1% en septiembre, desde el mínimo histórico alcanzado en junio. No obstante, el comportamiento de la inflación fue heterogéneo, pues disminuyó en Argentina, Brasil y, de forma notable, en Chile, mientras que aumentó en Perú, Colombia, México (en casi un punto porcentual en el trimestre) y, especialmente, en Venezuela, donde se pasó de una tasa interanual del 11,8% en junio, al 15,3% en septiembre. Durante el tercer trimestre se elevaron los tipos de interés en Colombia, Chile y Argentina, mientras que se redujeron en Brasil (en 150 pb, hasta el 13,75%).

3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

La información de la Contabilidad Nacional correspondiente al primer semestre de 2006 confirmó la solidez de la recuperación de la actividad en la zona del euro. En dicho período, el dinamismo económico adquirió un carácter generalizado por países y por ramas de actividad, y un patrón más equilibrado, con una mayor contribución de la demanda interna, lo que le dota de un carácter más sostenido y menos dependiente del entorno exterior. Los indicadores de actividad y empleo disponibles para el tercer trimestre, en su mayor parte de tipo cualitativo, reflejan la prolongación de este escenario en la última parte del año, si bien a un ritmo algo inferior al anotado en la primera. Por lo tanto, es previsible que el PIB registre una tasa de crecimiento medio en 2006 por encima del 2,5%, en línea con la estimación realizada por algunos organismos internacionales.

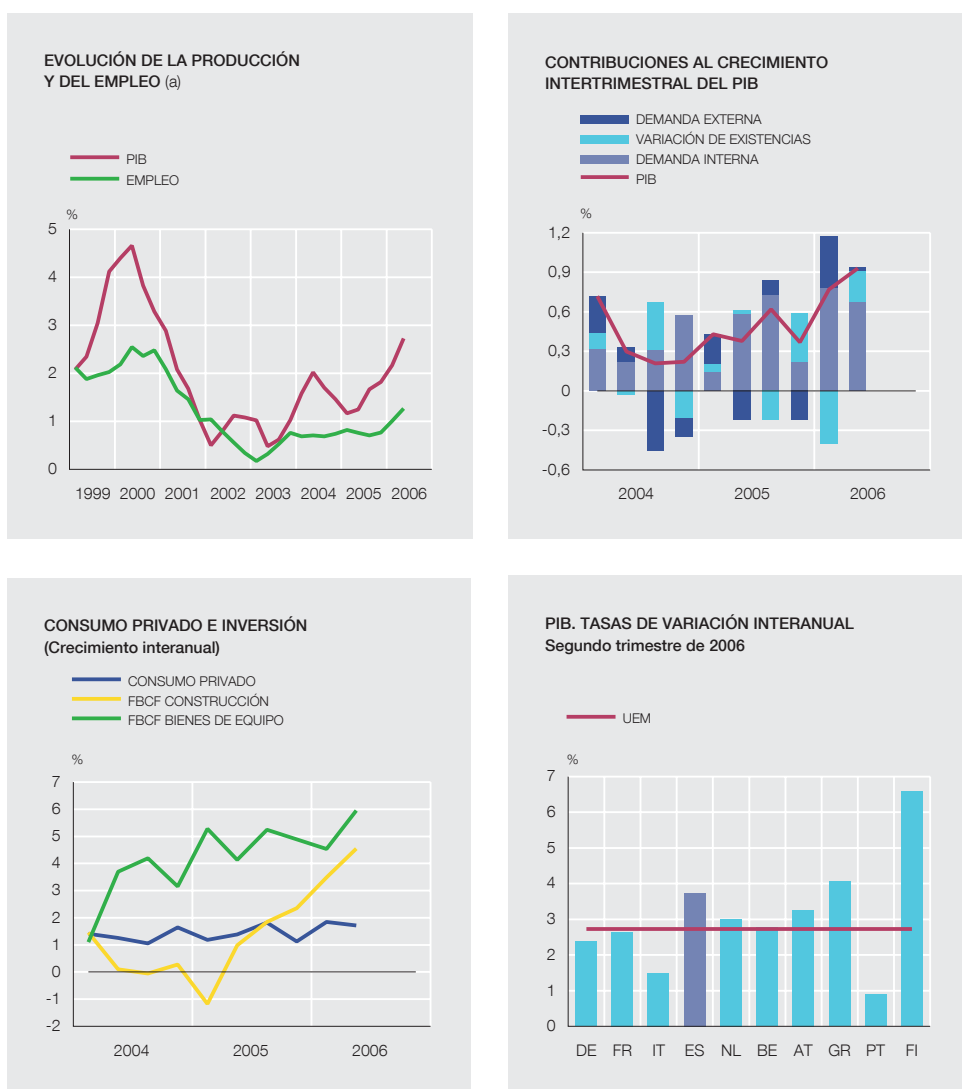
Más allá de ese horizonte temporal, el alcance de la fase de expansión dependerá, en gran medida, de la evolución del consumo privado, que todavía no ofrece signos firmes de recuperación en algunos países, aunque cabe esperar que el aumento del empleo y la caída del precio del petróleo, de consolidarse, ejerzan un impulso al alza sobre la renta disponible y, eventualmente, sobre el gasto de las familias. En el medio y largo plazo, los riesgos sobre el panorama económico en la UEM mantienen un sesgo a la baja y están relacionados con los efectos que una desaceleración de la economía americana mayor que la anticipada podría tener sobre Europa y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios exteriores globales.

En relación con los precios, continúan sin percibirse por el momento tensiones inflacionistas subyacentes. Además, la disminución del precio del crudo desde mediados de agosto, junto con el efecto base derivado de su elevado crecimiento en verano de 2005, ha tenido un impacto significativo sobre el IAPC, cuyo ritmo de avance interanual se ha situado claramente por debajo del 2% en septiembre. Esta desaceleración de los precios de consumo, aunque en parte transitoria, constituye un elemento favorable para la contención de las demandas salariales en las negociaciones que tendrán lugar próximamente en algunos países. No obstante, los riesgos sobre la inflación en el medio plazo se mantienen al alza, debido a la incertidumbre sobre la continuidad del abaratamiento reciente del crudo y a la posible traslación a los precios de consumo de las pasadas alzas en el precio de los productos energéticos.

En el ámbito de las políticas económicas, la aparición de riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo, en un contexto de creciente dinamismo de la actividad, determinó que el Consejo de Gobierno del BCE llevara a cabo aumentos graduales del tipo de interés oficial, hasta el 3,25% actual. Con todo, los tipos de interés continúan situados en niveles relativamente bajos. La política fiscal, por su parte, mantiene un tono neutral en el conjunto de la zona del euro y la evolución favorable de la recaudación impositiva se materializará, probablemente, en saldos presupuestarios para 2006 superiores a los contenidos en los programas de estabilidad y en las previsiones de primavera de la Comisión Europea. En este sentido, el contexto de mayor dinamismo económico brinda una oportunidad que debe ser aprovechada para que algunos países de la UEM realicen avances más decididos en el proceso de consolidación fiscal.

3.1 Evolución económica

La información de la Contabilidad Nacional del área del euro ha constatado la fortaleza de la actividad económica en la primera mitad de 2006. Por un lado, el crecimiento del PIB durante el primer trimestre fue del 0,8% en términos intertrimestrales, cifra revisada al alza desde el



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

0,6% inicial, debido, en su mayor parte, a la revisión de las cifras alemanas. Por otro lado, la segunda estimación de la contabilidad nacional confirmó el vigor del PIB durante el período abril-junio, que creció un 0,9% en relación con el trimestre anterior. De esta forma, el crecimiento interanual del producto en la zona del euro se situó en el 2,7% en el segundo trimestre, frente al 2,2% del primero.

El avance del PIB en el segundo trimestre se apoyó, en gran medida, en el buen comportamiento de la demanda interna (excluidas las existencias), cuya aportación al crecimiento intertrimestral del producto se situó en 0,7 pp (véase gráfico 8). En particular, el principal impulso de la actividad procedió de la formación bruta de capital fijo —tanto en bienes de equipo como en construcción—, que creció un 2,1% intertrimestral. No obstante, esta aceleración encierra algunos factores extraordinarios relacionados con el comportamiento de la inversión en construcción en Alemania. Por el contrario, tanto el consumo público como el privado mostraron cierta debilidad, reduciendo en cuatro décimas su crecimiento intertrimestral hasta el 0,5% y 0,3%, respectivamente. La contribución a la variación intertrimestral del PIB de la demanda exterior neta fue prácticamente nula, frente a los 0,4 pp del primer trimestre. Este comporta-

miento obedeció a la desaceleración más intensa de las exportaciones que de las importaciones. Finalmente, la aportación de la variación de existencias al crecimiento del producto se situó en 0,2 pp, por encima de la aportación de -0,4 pp del primer trimestre.

La aceleración del producto se observó en todas las ramas de actividad, si bien el mayor avance del valor añadido bruto a precios constantes se produjo en la agricultura, construcción y comercio. El análisis de la Contabilidad Nacional por países también apunta a que el mayor dinamismo económico del segundo trimestre fue generalizado. Así, la mayor parte de los países registraron un crecimiento intertrimestral del PIB elevado, entre el 0,8% y el 1,2%. La excepción fue Italia, donde el producto se incrementó un 0,5% (1,5% en términos interanuales), lo que supuso una ligera ralentización con respecto al primer trimestre, que vino explicado por la debilidad de la demanda interna. En cambio, en Alemania y en Francia el PIB experimentó avances muy elevados (del 0,9% y 1,2% intertrimestral, respectivamente). No obstante, gran parte de la aceleración económica en estos dos países se debe a la elevada contribución de la variación de existencias, que aportó 0,5 pp y 0,7 pp al crecimiento intertrimestral del producto, respectivamente. En el caso alemán, además, la mejora obedeció también a un extraordinario dinamismo de la inversión en construcción, que vino explicado por las desfavorables condiciones meteorológicas del primer trimestre y por el efecto de la supresión de subvenciones para la construcción de vivienda en propiedad en enero 2006, y que contrarrestó el deterioro registrado en el consumo privado.

Por lo que respecta al mercado laboral, durante el segundo trimestre continuaron observándose síntomas de mejora, aunque a un ritmo suave. Así, por un lado, el empleo creció un 0,4% en términos intertrimestrales, con lo que el avance interanual se situó en el 1,3%, tres décimas por encima del primer trimestre. No obstante, la importancia creciente de la contratación a tiempo parcial implica que la tasa de avance del empleo en términos de tiempo completo equivalente es más modesta. Por otro lado, la tasa de paro de la UEM también continuó su reducción, aunque en los últimos meses a un ritmo menor, situándose en el 7,9% en agosto, nivel similar al del primer trimestre y siete décimas menos que hace un año. El fuerte impulso de la actividad acentuó, por su parte, el perfil de aceleración de la productividad, que alcanzó un crecimiento del 1,4% en el segundo trimestre, tres décimas más que en el primero.

En el ámbito salarial, los indicadores experimentaron un suave repunte durante el segundo trimestre, dentro de una prolongada etapa de moderación salarial cuyos determinantes se exploran en el recuadro 1. En el período abril-junio, la remuneración por asalariado aumentó un 2,1% en términos interanuales, dos décimas más que en el primer trimestre (véase gráfico 9). No obstante, se aprecian divergencias significativas entre países con una aceleración más pronunciada en Italia, España y Finlandia, donde el avance interanual se situó en torno al 3%-4%, mientras que en Alemania esta tasa se mantiene en registros prácticamente nulos. Por otro lado, en el segundo trimestre el crecimiento del deflactor del PIB se incrementó en casi dos décimas, hasta el 1,9%, lo que, unido a la nueva desaceleración de los costes laborales unitarios, hasta el 0,6% interanual, volvió a resultar en una ampliación de los márgenes empresariales.

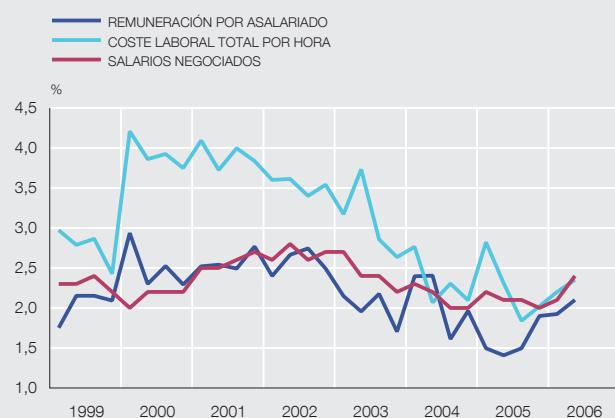
Los indicadores económicos más recientes, correspondientes al tercer trimestre, apuntan a la continuidad del dinamismo económico, aunque posiblemente a un ritmo de crecimiento algo inferior al de la primera parte del año (véase gráfico 10). Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial experimentó una aceleración en agosto y su crecimiento interanual se situó en el 5,4%, desde el 4,5% de finales del segundo trimestre. Los indicadores cualitativos, en cambio, mostraron una evolución dispar. Así, las encuestas de confianza de la Comisión Europea se situaron, en media del tercer trimestre, por encima del segundo, con mayores

La evolución reciente del conjunto de indicadores de costes laborales disponibles en la UEM ha mostrado en los últimos años un perfil de desaceleración (véase gráfico 1). Así, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2% en el primer semestre de 2006, por debajo de la media registrada desde 1999, aunque en casi todo el período analizado la inflación de la UEM se ha mantenido de forma persistente por encima del 2%. Pese a experimentar cierta volatilidad a corto plazo (y, en particular, un cierto repunte en los últimos dos trimestres), el escenario de contención salarial se ve reflejado en otros indicadores, como el de salarios negociados o el de coste laboral por hora. Además, el moderado crecimiento de la remuneración por asalariado ha permitido que, a pesar del escaso avance de la productividad, los costes laborales unitarios se hayan desacelerado, como también lo ha hecho el salario real (véase gráfico 2).

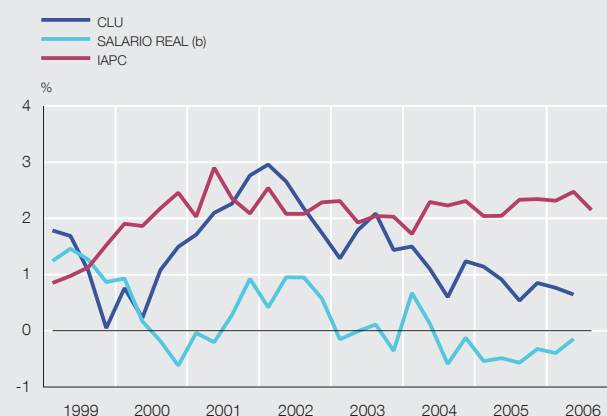
Un modelo sencillo de determinación de la evolución salarial en la UEM sugiere que una parte significativa del crecimiento de los salarios viene explicada por la evolución de la productividad del trabajo y la inflación, y así lo confirman las contribuciones positivas que ambas variables han tenido al crecimiento salarial de los últimos años (véase gráfico 3). También la situación de mayor o menor dinamismo en el mercado de trabajo —aproximada en esta ecuación por la diferencia entre la tasa de paro observada y una estimación de la NAIRU— ha contribuido apreciablemente al comportamiento de los salarios, de forma que, desde mediados de 2003, la holgura existente en el mercado laboral ha ayudado a presionar los salarios a la baja y puede explicar parte de la reciente moderación salarial.

No obstante, el gráfico 3 también muestra que, en el período más reciente, los salarios han crecido menos de lo que justificaría la evo-

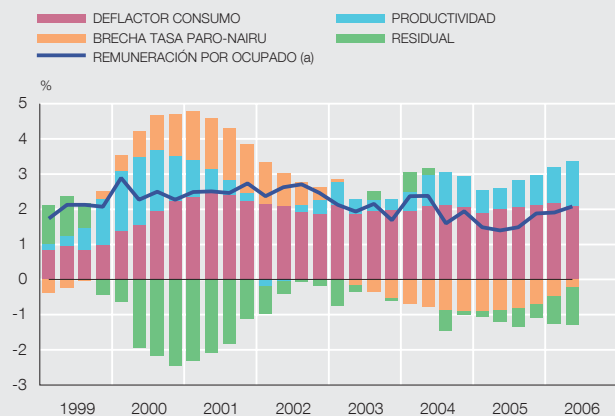
1 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS SALARIOS EN LA UEM (a)



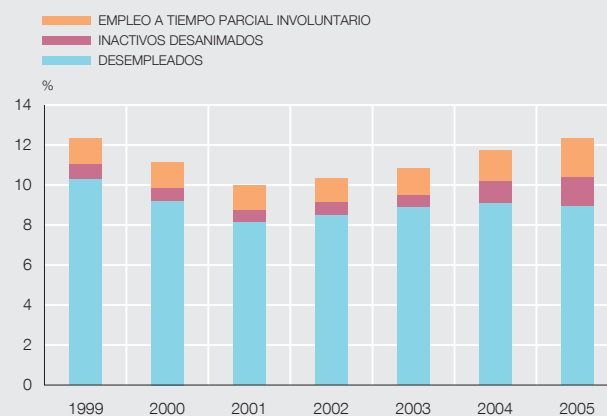
2 COSTES LABORALES, SALARIO REAL E INFLACIÓN (a)



3 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO SALARIAL (c)



4 DESCOMPOSICIÓN DEL EXCESO DE OFERTA DE TRABAJO (d)



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual.

b. Remuneración por asalariado deflactada con el deflactor del consumo privado.

c. Contribuciones a la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por ocupado obtenidas a partir de una ecuación estimada para dicha variable utilizando como variables explicativas el deflactor del consumo, la productividad del trabajo y la brecha entre la tasa de paro y la NAIRU.

d. La agregación para la UEM se ha obtenido con datos de la Encuesta de Fuerza Laboral europea, excluyendo Bélgica, Irlanda y Luxemburgo, correspondientes al segundo trimestre de cada año. Las magnitudes se presentan como porcentaje de una población activa ajustada que, además del total de empleados y desempleados, incluye a los inactivos desanimados.

lución de los determinantes descritos en el párrafo anterior, lo que apunta a la existencia de otros factores que podrían estar explicando la moderación salarial observada. En primer lugar, es posible que el grado de holgura del mercado de trabajo no esté bien recogido por el indicador utilizado en la ecuación presentada. En este sentido, resulta interesante observar la evolución del exceso de oferta de trabajo cuando, además de los desempleados, se tienen en cuenta otros recursos disponibles en el mercado laboral, como son los inactivos llamados desanimados¹ y también los trabajadores a tiempo parcial que declaran que preferirían tener un empleo a tiempo completo (véase gráfico 4). Así, mientras que la tasa de paro oficial de Eurostat ha descendido más de un punto porcentual en los dos últimos años, hasta el 7,9% alcanzado en agosto de 2006, este indicador alternativo sugiere que la atonía real del mercado laboral prosiguió e incluso mantuvo una cierta tendencia al alza al menos hasta mediados de 2005, lo cual ha podido contribuir a moderar el crecimiento salarial. La encuesta industrial trimestral de la Comisión Europea confirma esta imagen, ya que el porcentaje de empresas que afirman ver limitada su producción por escasez de mano de obra se mantuvo en niveles bajos y estables entre 2003 y 2005, aunque desde principios de 2006 ha empezado a aumentar sensiblemente.

En segundo lugar, la desaceleración de los salarios se ha producido a pesar de que la tasa de inflación media anual se ha mantenido persistentemente por encima del 2% a lo largo de los últimos años. En realidad, esta persistencia ha reflejado una sucesión de perturbaciones transitorias, que no han afectado de forma significativa a las expectativas de inflación ni a las demandas salariales de los trabajadores, en la medida en que no parecen haber sido interpretadas por estos como duraderas. Así, entre los años 1999 y 2002 la influencia

de los altos precios del petróleo se vio intensificada por la depreciación del euro y por otras perturbaciones adversas relacionadas con las enfermedades de la cabaña ganadera y con la introducción física del euro. Desde el año 2003, nuevas perturbaciones han empujado la tasa de inflación de la UEM al alza, como son la elevación de los impuestos sobre el tabaco, de los precios administrados (por ejemplo, relativos a la sanidad) o las últimas subidas de los precios del petróleo. La credibilidad alcanzada por el Banco Central Europeo en asegurar el cumplimiento de su objetivo de estabilidad de precios ha podido contribuir positivamente a anclar dichas expectativas de inflación. Además, la ausencia, en la mayoría de los países de la UEM, de sistemas de indexación salarial, unida a la escasa solidez de la demanda interna en este período reciente, ha propiciado una menor presión salarial.

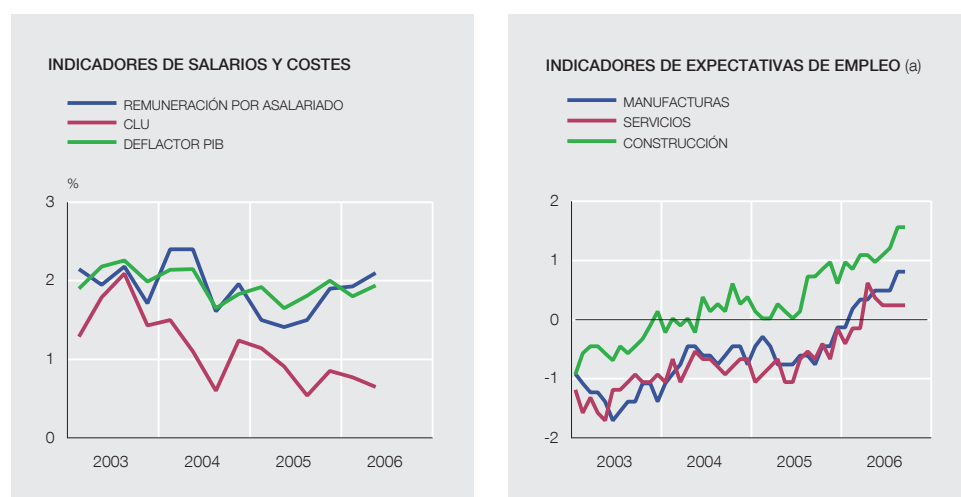
Finalmente, cabe mencionar otros factores que podrían haber influido en el comportamiento salarial de los últimos años. En particular, algunas de las reformas introducidas en el período más reciente en los mercados de trabajo europeos, tendentes a flexibilizar su funcionamiento, han podido moderar el crecimiento de los salarios. Asimismo, no hay que descartar que los efectos de la intensificación de la competencia mundial —por ejemplo, la amenaza de la deslocalización— hayan incrementado la percepción de vulnerabilidad por parte de los trabajadores, contribuyendo a mantener contenidas sus demandas salariales, en un contexto de debilitamiento gradual del poder de negociación de los sindicatos europeos.

Basándose en la información actualmente disponible sobre convenios colectivos ya firmados en la UEM correspondientes a los años 2006 y 2007, y teniendo en cuenta la cantidad de recursos todavía disponibles en el mercado laboral, cabe esperar un lento crecimiento de las presiones salariales en el corto plazo. No obstante, a medio y largo plazo, en un contexto de mejores perspectivas para el mercado de trabajo y el crecimiento económico, se incrementan los riesgos de un aumento de la presión salarial.

1. Aquellos inactivos a los que les gustaría tener trabajo pero que no buscan porque piensan que no hay ninguna oportunidad para ellos.

avances en la industria y la construcción. Las encuestas de directores de compras (PMI) del sector manufacturero y servicios experimentaron, sin embargo, un retroceso en el tercer trimestre, pero se mantienen en niveles elevados consistentes con una expansión robusta de la actividad. Asimismo, continuó la mejora observada en lo que va de año en las expectativas de creación de empleo en la industria y construcción, mientras que en los servicios se produjo una ligera caída desde los niveles máximos alcanzados a principios del segundo trimestre.

Por el lado de la demanda, los indicadores son también coherentes con el tono expansivo de la actividad. Así, el valor medio del índice de ventas al por menor en julio y agosto se situó un 0,8% por encima del dato medio del segundo trimestre. Las matriculaciones de vehículos, en cambio, registraron caídas significativas en julio, compensadas parcialmente en agosto y septiembre. Además, el repunte de este indicador en septiembre en Alemania podría estar recogiendo un adelantamiento del gasto ante el aumento del IVA previsto para enero de 2007. Por lo que respecta a los indicadores cualitativos de la Comisión, se incrementaron las intencio-

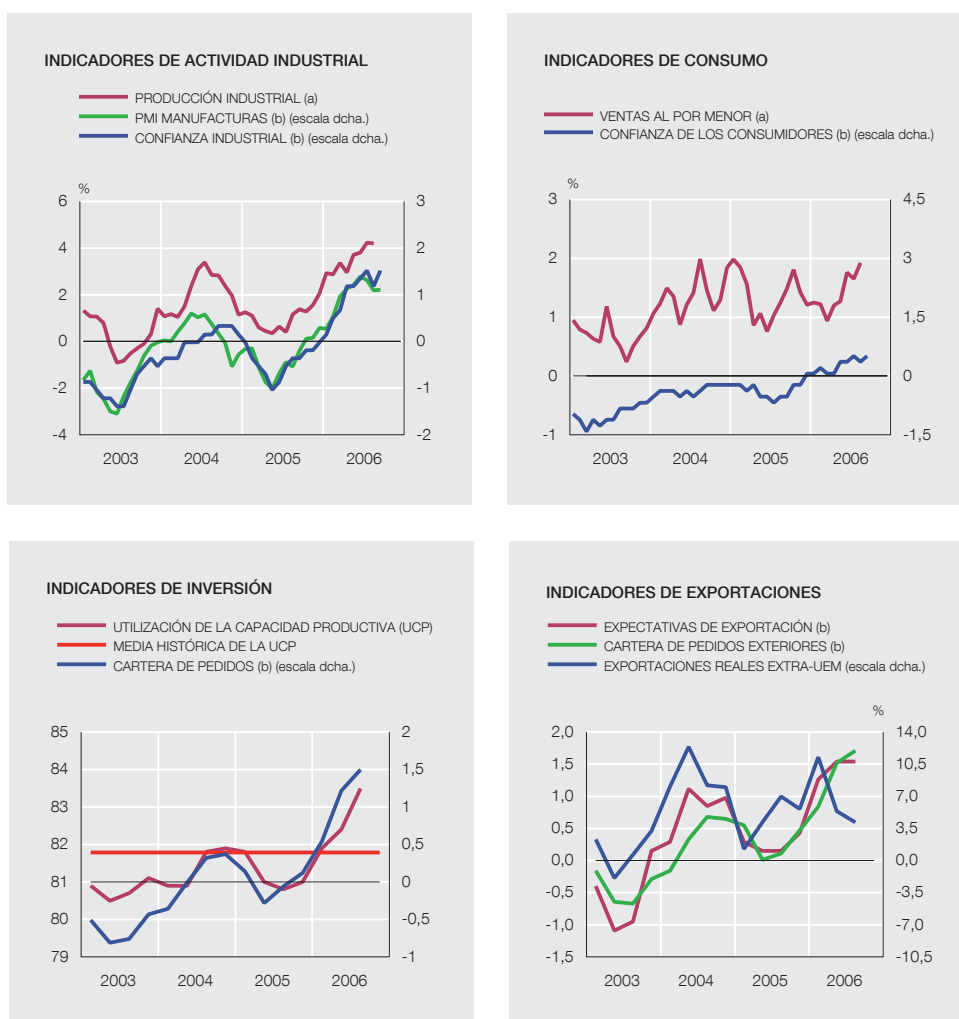


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a. Expectativas basadas en los indicadores de opinión de la Comisión Europea. Series normalizadas.

nes de compra de vehículos y vivienda en los próximos doce meses. Además, los indicadores de confianza referidos al consumidor y al comercio minorista mejoraron de forma general en el tercer trimestre. En cuanto a la inversión en bienes de equipo, las perspectivas para el tercer trimestre también son relativamente favorables, como se desprende de la evolución de los indicadores de pedidos industriales y de sus principales determinantes. Así, el grado de utilización de la capacidad productiva continuó creciendo hasta niveles máximos desde 2001, los beneficios empresariales han mejorado y el coste de la financiación se mantiene en niveles reducidos. No obstante, la encuesta trimestral de coyuntura industrial de la Comisión Europea referida al período julio-septiembre apunta una leve caída en el nivel de nuevos pedidos, desde el máximo histórico alcanzado en el segundo trimestre. Por el lado de la demanda externa, tanto las expectativas de exportación como la cartera de pedidos industriales exteriores permanecieron en el tercer trimestre en el elevado nivel alcanzado durante el segundo, mientras que las exportaciones reales extra-UEM registraron una desaceleración en julio y agosto.

Por todo lo anterior, parece probable que el crecimiento del PIB del área en el tercer y cuarto trimestre del año se sitúe en la parte superior del intervalo de previsión que publica la Comisión Europea, cuyos límites suponen una tasa de variación intertrimestral del PIB entre el 0,4%-0,8% en el tercer trimestre y el 0,2%-0,7% en el cuarto. La excepcionalidad de algunos desarrollos durante la primera parte del año y la evolución reciente de algunas variables justifica esta menor intensidad en el crecimiento del producto con respecto a lo observado hasta junio. Ello sería compatible con un crecimiento medio anual por encima del 2,5%, en línea con lo que ha avanzado la mayor parte de organismos internacionales. En cualquier caso, el patrón de crecimiento a corto plazo está sujeto a importantes incertidumbres relacionadas con los posibles efectos anticipatorios en los planes de consumo e inversión por el aumento del IVA en Alemania en enero de 2007. A medio plazo, cabe esperar una prolongación del dinamismo económico en la UEM, a pesar de que factores como la previsible ralentización de la actividad mundial y el tono restrictivo de la política fiscal en algunos países de la zona del euro puedan restarle vigor. No obstante, este escenario macroeconómico está expuesto a otros factores de riesgo que inciden a la baja sobre las



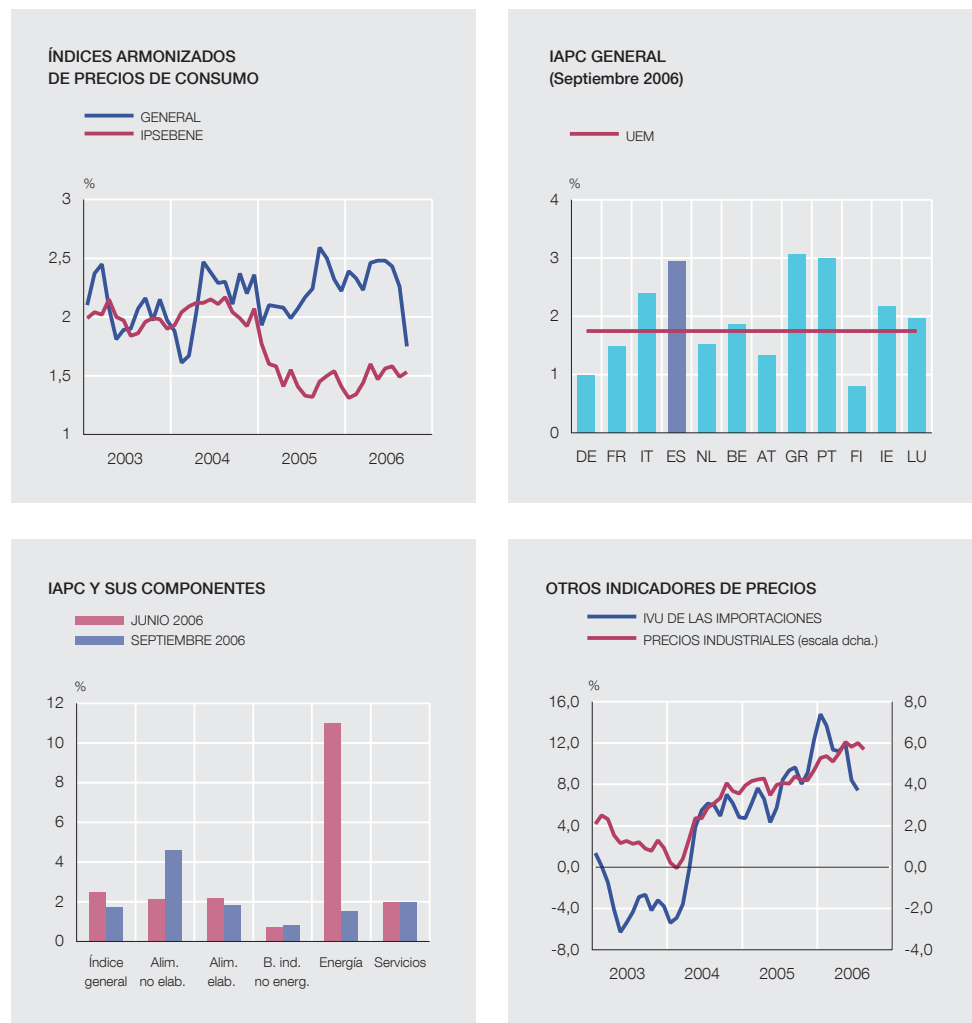
FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

b. Series normalizadas.

perspectivas económicas. La incertidumbre afecta a la evolución futura del precio de los productos energéticos y, sobre todo, a la trascendencia de la desaceleración de la economía americana. Finalmente, la evolución previsible de la actividad económica a más largo plazo se ve afectada por el riesgo de una resolución desordenada de los desequilibrios globales externos.

En el ámbito de los precios, durante el tercer trimestre de 2006 se produjo una moderación de la inflación en la UEM, particularmente intensa en septiembre, derivada de la desaceleración del componente de energía y, en menor medida, del menor crecimiento en los alimentos elaborados. Así, la tasa de crecimiento interanual del IAPC se situó en el 1,7% en septiembre, ocho décimas por debajo del registro de junio (véase gráfico 11). Esta reducción se observó en todos los Estados miembros, salvo en Portugal e Italia, donde el efecto de la moderación del precio del crudo podría percibirse con retraso. Por su parte, el IPSEBENE, indicador de la inflación subyacente, mantuvo su ritmo de crecimiento interanual en un registro moderado del 1,5%. La ausencia, por el momento, de tensiones inflacionistas subyacentes se percibe también en la evolución moderada de los costes laborales y de los indicadores de expectativas inflacionistas.



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

Tal y como se ilustra en el recuadro 2, la globalización creciente y la fuerte competencia internacional han contribuido a contener las presiones inflacionistas derivadas del encarecimiento de los productos energéticos. No obstante, la información más reciente señala cierta transmisión de la factura energética a algunos componentes subyacentes de la inflación, y en particular a los precios industriales no energéticos, que mantienen una tendencia creciente. Los efectos de segunda vuelta parecen, por su parte, poco significativos, dado el moderado incremento actual de los costes salariales. En todo caso, los riesgos sobre la inflación en el medio plazo se mantienen al alza, debido a que el contexto económico más dinámico podría favorecer el aumento de la intensidad de los efectos indirectos sobre los componentes no energéticos del IAPC de las subidas pasadas del petróleo y el aumento de las demandas salariales.

Según las estimaciones del BCE, la balanza por cuenta corriente arrojó un déficit de 22 mm de euros acumulado desde enero hasta agosto, 13 mm por encima del registrado en el mismo período de 2005. Este aumento fue el resultado de un menor superávit de la balanza de bienes, como consecuencia del mayor incremento de las importaciones que de las exportaciones. En cambio, en el mismo período se produjeron entradas netas de capital en forma de inversiones de cartera, por un importe de 107 mm de euros, que supera a las salidas netas en la rúbrica de inversiones directas (56 mm de euros). De esta forma, en la

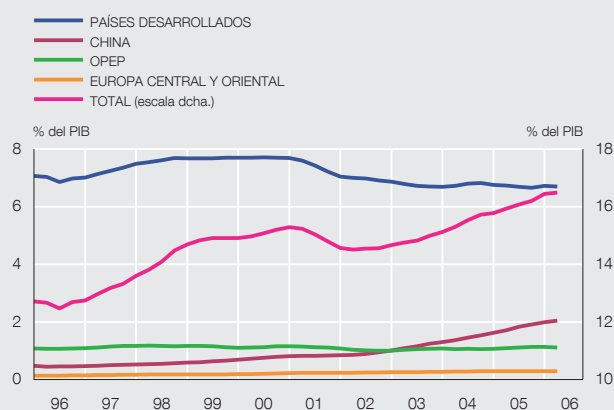
En la última década se ha asistido a una intensificación del proceso que se ha denominado «globalización», término que incorpora un conjunto de desarrollos diversos que explican un incremento de gran magnitud y de carácter sostenido de los flujos de comercio, de capitales y migratorios, que afectan no solo a los países industrializados, sino también a algunos países menos desarrollados. El efecto de la globalización sobre los precios de la UEM puede tener lugar a través de distintas vías, que se ilustran a continuación.

En primer lugar, la globalización ha supuesto un incremento notable de la importancia relativa de las compras realizadas a economías menos avanzadas, entre las que destacan las correspondientes a China, cuyas exportaciones a la UEM han cuadruplicado su peso en el PIB del área (véase el gráfico 1). Los precios de los bienes importados ejercen un efecto directo sobre el IAPC, en la medida en que afectan a su componente de bienes industriales, tanto energéticos como no energéticos. Como se observa en el gráfico 2, los precios totales de importación de bienes manufacturados de consumo han registrado en los últimos años fuertes fluctuaciones, re-

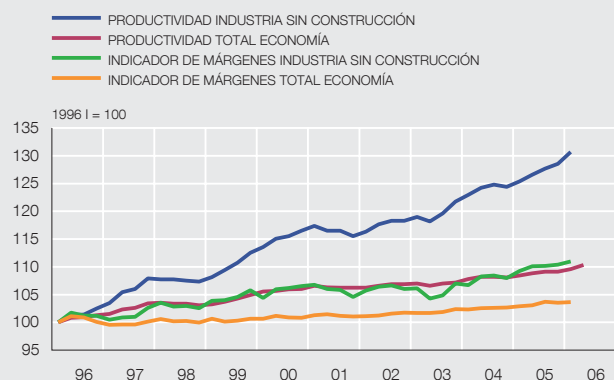
lacionadas principalmente con la evolución del tipo de cambio del euro, que habrían afectado sucesivamente al alza y a la baja a los precios de consumo de la UEM. Si el análisis se ciñe a los precios de los bienes de consumo importados de las economías emergentes —aproximados por los de las manufacturas procedentes de China—, se aprecia una tendencia decreciente en los primeros años del siglo y una estabilización posterior, lo que puede haber contribuido a contener la inflación en el área del euro. En todo caso, el impacto final sobre la inflación de la UEM habría sido cuantitativamente reducido, dado el peso de las importaciones de bienes de consumo sobre el consumo privado de bienes industriales no energéticos —en torno a un 20%—, así como la ponderación de estos en el IAPC total —de un 30,7%—. Por su parte, los precios de importación de los productos energéticos han registrado un notable aumento, impulsados por la fuerte demanda de energía procedente de las economías emergentes, asociada a su alto ritmo de crecimiento, así como a la baja eficiencia energética de sus procesos productivos, afectando significativamente al alza al IAPC de la UEM (véase gráfico 2).

1 UEM. IMPORTACIONES DE BIENES

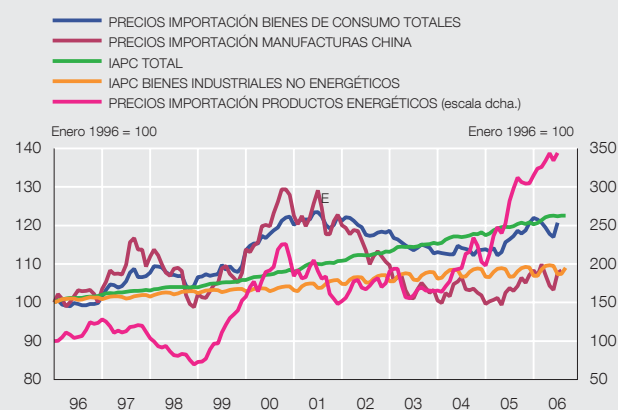
Precios constantes



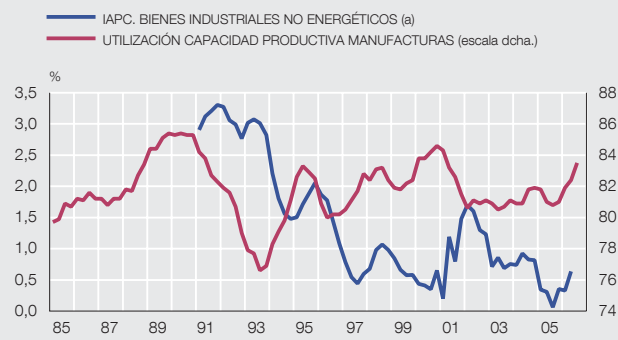
3 PRODUCTIVIDAD E INDICADORES DE MÁRGENES



2 IAPC Y PRECIOS DE IMPORTACIÓN



4 IAPC Y UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA



FUENTES: Comisión Europea y Banco Central Europeo.

a. Tasa de variación interanual.

En segundo lugar, cabe esperar un conjunto de efectos indirectos de la globalización sobre la inflación del área del euro. Por un lado, la mayor penetración de importaciones supone un aumento de la presión competitiva sobre los productores radicados en la UEM de bienes similares a los importados, que se podría traducir en una reducción de márgenes, en la medida en que los productores nacionales intentan mantener su cuota de mercado. Asimismo, esta presión competitiva ha podido impulsar la productividad como consecuencia del cierre de las empresas (o de los centros de producción) menos eficientes. Como se observa en el gráfico 3, el aumento de los márgenes ha sido mayor en las ramas industriales, al contrario de lo que cabría esperar. Ello podría estar relacionado con el aprovechamiento por parte de las empresas de la UEM de las ventajas del propio proceso de globalización, con traslados de parte de su producción a países con menores costes, lo que les ha permitido incrementar sus márgenes, a pesar de la contención de los precios de venta de sus productos. Por otra parte, aunque la productividad en las ramas más expuestas a la competencia exterior ha aumentado en una proporción muy superior a la del resto de la economía, esta es una tendencia secular que, por tanto, no está necesariamente ligada al proceso de globalización. No obstante, los estudios realizados con datos desagregados parecen indicar que, efectivamente, el incremento de la productividad es mayor en aquellos sectores de la industria en los que la penetración de importaciones ha aumentado a un ritmo superior¹.

Un efecto indirecto adicional de la globalización sobre la inflación se ejercería como consecuencia del incremento de la oferta de trabajo —debido a la entrada de mano de obra inmigrante—, que puede ayudar a contener los salarios, en especial en los empleos

menos cualificados. Además, el traslado (o la posibilidad de efectuarlo) de actividades de producción a otros países puede implicar, en algunos casos, un incentivo para aceptar menores incrementos (o sufrir reducciones) salariales a cambio de un mantenimiento del nivel de empleo. En este sentido, el papel de la globalización ayudaría a justificar, como se comenta en el recuadro 1, la parte no explicada de la evolución reciente de los salarios en la UEM.

Por último, la globalización podría haber reducido la influencia de las condiciones económicas internas de la UEM sobre su propia tasa de inflación, en la medida en que, para muchos productos, las presiones de demanda no deban medirse comparando esta con la oferta interna, sino con la oferta global de ese tipo de bienes. Por tanto, es posible que valores positivos persistentes de la brecha de producción no se vean acompañados de presiones inflacionistas, si ese exceso de demanda se cubre con producción extranjera. Por el contrario, una baja utilización de la capacidad productiva a nivel local puede verse acompañada de un aumento de la inflación si a nivel global la brecha de producción es positiva. En este sentido, en el caso de la UEM no parece apreciarse ese efecto, ya que se mantiene una relación relativamente estrecha entre los excesos de demanda en el área y la inflación, como se recoge en el gráfico 4.

En conclusión, los efectos de la globalización sobre la inflación de la UEM han resultado, en términos generales, favorables, si bien resultan de difícil cuantificación. Sin embargo, no existe la garantía de que esta influencia siga siendo benigna en el futuro. En particular, en el momento actual, el mantenimiento de un período prolongado de alto crecimiento de la economía mundial puede acabar ejerciendo presiones sobre la capacidad productiva tanto de los países desarrollados como, en especial, de las economías emergentes, que se traduzcan en la aparición de tensiones inflacionistas.

1. Véase, por ejemplo, el capítulo 3 («How Has Globalization Affected Inflation?») del *World Economic Outlook*, del Fondo Monetario Internacional, de abril de 2006.

parte transcurrida del año la balanza básica registró un saldo positivo de 29,4 mm de euros, frente al saldo algo mayor de 34,2 mm de euros que se observó en el mismo período de 2005.

En el ámbito de la política fiscal, la información disponible sobre la ejecución presupuestaria indica que el dinamismo de las bases de los principales impuestos está permitiendo una recaudación impositiva mayor que la prevista. Esta evolución se materializará, probablemente, en la mayoría de los países, en saldos presupuestarios para el presente ejercicio algo más favorables que los contenidos en los programas de estabilidad y en las previsiones de primavera de la Comisión Europea, que apuntaban a un déficit agregado para el conjunto del área del 2,3% y del 2,4% del PIB, respectivamente (véase cuadro 2).

En los cinco países con un procedimiento de déficit excesivo abierto se esperan, en general, avances significativos por la combinación del efecto favorable de la situación económica y la mayor disciplina fiscal. En el caso de Alemania, el Consejo ECOFIN, en su reunión del pasado

	2005				2006			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR (a)	IV TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	1,2	1,3	1,7	1,8	2,2	2,7		
Crecimiento intertrimestral	0,4	0,4	0,6	0,4	0,8	0,9		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,4 ; 0,8)	(0,2 ; 0,7)
IPI (d)	0,8	0,7	1,4	2,1	3,4	3,8	4,2	
Sentimiento económico	98,9	96,1	97,9	100,6	103,1	107,2	108,7	
Confianza industrial	-6,7	-10,0	-7,3	-5,7	-2,3	2,3	3,3	
PMI manufacturas	51,4	49,3	51,0	53,0	54,7	57,1	56,9	
Confianza servicios	10,7	8,7	10,7	14,0	14,7	19,0	19,7	
PMI servicios	53,1	53,1	53,8	55,6	57,8	59,2	57,3	
Tasa de paro	8,8	8,7	8,5	8,4	8,1	7,9	7,8	
Confianza consumidores	-13,3	-14,3	-15,3	-12,3	-10,7	-9,7	-8,3	
IAPC (d) (e)	2,1	2,1	2,6	2,2	2,2	2,5	1,7	
IPRI (d) (e)	4,2	4,0	4,4	4,7	5,1	5,8	5,7	
Precio del petróleo en dólares (e)	53,3	54,0	62,6	56,5	61,6	68,1	61,2	57,4
Préstamos al sector privado (d) (e)	7,6	8,1	8,8	9,2	10,9	11,0	11,3	
Rendimiento bonos a diez años UEM	3,7	3,4	3,3	3,4	3,6	4,0	4,0	3,9
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,67	0,80	0,98	1,12	1,06	1,08	1,00	0,90
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,296	1,209	1,204	1,180	1,210	1,271	1,266	1,262
Apreciación/depreciación del euro (e)	-4,8	-11,2	-11,6	-13,4	2,6	7,8	7,3	7,0
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	4,3	8,9	17,7	23,0	10,3	4,2	11,9	15,0

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.

b. Información disponible hasta el día 20 de octubre de 2006.

c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.

d. Crecimiento interanual.

e. Datos de fin de período. Las variaciones del tipo de cambio y la bolsa son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

9 de septiembre, concluyó que las medidas propuestas por este país para corregir el déficit excesivo eran aceptables. Además, el gobierno alemán ha anunciado que la recaudación de impuestos por encima de lo previsto va a permitir que en 2006 el déficit público se sitúe por debajo del 3%, adelantando en un año el plazo fijado en la recomendación del Consejo. En Francia se ha presentado el proyecto de presupuestos para 2007, donde se incluye una reforma fiscal con una reducción de ingresos y una contención de gastos que descansa, sobre todo, en un menor empleo público. Finalmente, en Italia se presentó en septiembre un borrador de presupuestos para 2007 que contempla la reducción del déficit público por debajo del 3%, con medidas que descansan, fundamentalmente, en el lado de los ingresos y que también dan prioridad a objetivos redistributivos. En cualquier caso, existe gran incertidumbre sobre el texto final, que requiere un consenso de la coalición de gobierno. Tras la publicación de este proyecto, dos agencias de calificación crediticia decidieron revisar a la baja la calidad crediticia de la deuda pública en este país.

Por lo que respecta a la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, el primer informe de la Comisión Europea dedicado exclusivamente a este tema, que se presentó en octubre, ha vuelto a poner de manifiesto la magnitud de la presión que representa el envejecimiento de la población. De acuerdo con las previsiones del informe, los riesgos para la sostenibilidad de las cuentas públicas en el largo plazo son medios o altos para todos los países de la UEM, salvo Austria, Finlandia y Holanda. Por este motivo, el contexto de mayor dinamismo económico en la UEM debe ser aprovechado por

% del PIB	2003	2004	2005	2006 (b)	2006 (c)
Bélgica	0,0	-0,1	-2,3	0,0	-0,5
Alemania	-4,0	-3,7	-3,2	-3,3	-3,1
Grecia	-5,8	-6,8	-5,2	-2,6	-2,9
España	-0,1	-0,2	1,1	0,9	0,9
Francia	-4,2	-3,7	-2,9	-2,9	-3,0
Irlanda	0,2	1,6	1,1	-0,6	0,1
Italia	-3,5	-3,5	-4,1	-3,5	-4,1
Luxemburgo	0,2	-1,1	-1,0	-1,8	-1,8
Holanda	-3,2	-2,1	-0,3	-1,5	-1,2
Austria	-1,7	-1,2	-1,5	-1,7	-2,0
Portugal	-3,0	-3,2	-6,0	-4,6	-5,0
Finlandia	2,4	2,1	2,7	1,6	2,6
PRO MEMORIA: UEM					
Saldo primario	0,3	0,3	0,6	0,7	0,6
Saldo total	-3,1	-2,8	-2,4	-2,3	-2,4
Deuda pública	69,3	69,8	70,8	70,8	70,5

FUENTES: Comisión Europea y Programas de Estabilidad nacionales.

a. En porcentaje del PIB. Déficit (-) / superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.

b. Objetivos de los Programas de Estabilidad.

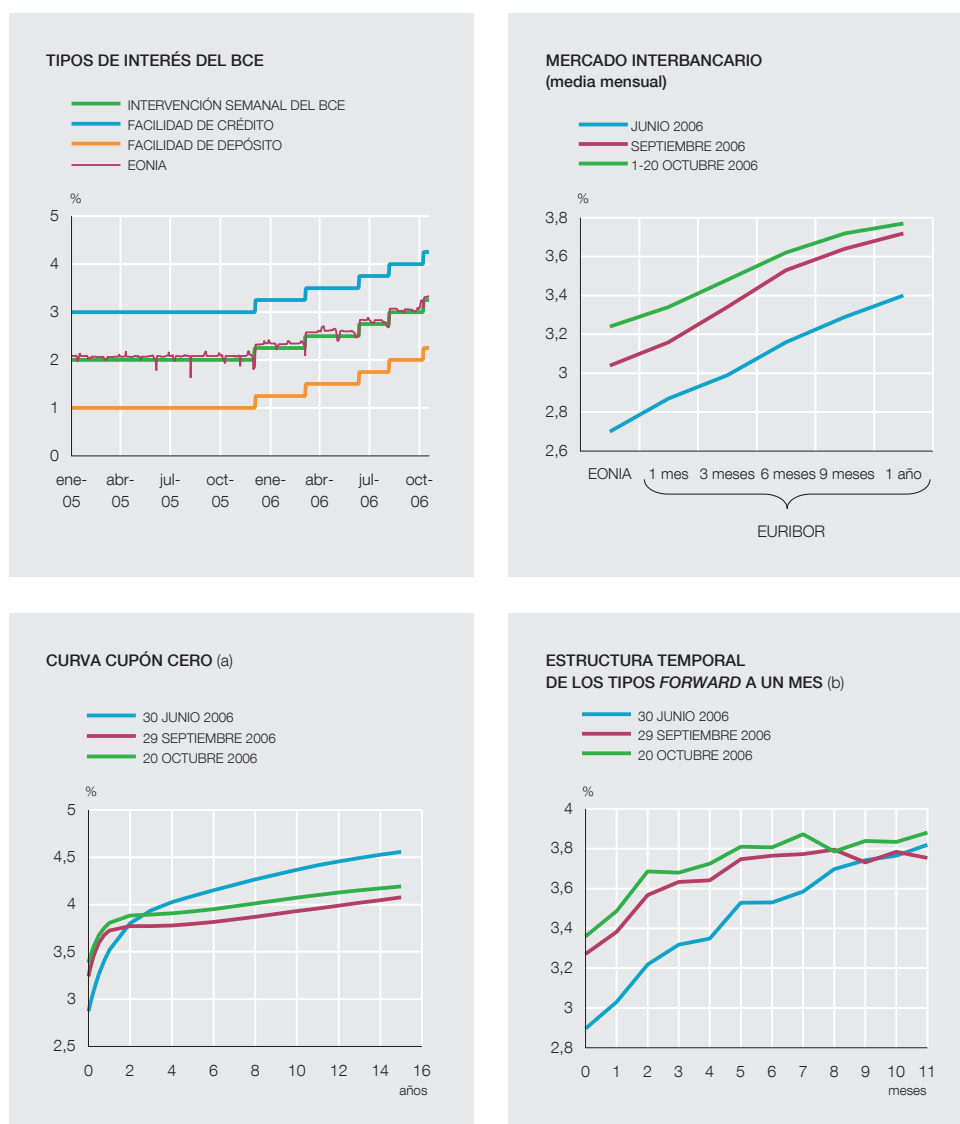
c. Previsiones de primavera de 2006 de la Comisión Europea.

los países miembros para realizar avances más decididos en el proceso de consolidación fiscal.

3.2 Evolución monetaria y financiera

El mantenimiento de riesgos elevados para la estabilidad de los precios en el medio plazo, en un contexto de creciente fortaleza económica, condujo al Consejo de Gobierno del BCE a seguir retirando de forma gradual el estímulo monetario. Así, en sus reuniones de los días 3 de agosto y 5 de octubre decidió aumentar los tipos de interés de las operaciones principales de financiación un cuarto de punto en cada ocasión, hasta situarlos en el 3,25% actual. Los tipos correspondientes a las facilidades de crédito y de depósito aumentaron en la misma cuantía, hasta alcanzar el 2,25% y 4,25%, respectivamente (véase gráfico 12). A pesar de estas subidas, el tono de la política monetaria continúa siendo acomodaticio, por lo que estas decisiones no suponen un obstáculo para la prolongación de la actual fase expansiva.

En el mercado interbancario, las expectativas de aumentos en los tipos de interés oficiales a lo largo del tercer trimestre dieron lugar a un gradual desplazamiento de la curva al alza. En cambio, en los mercados de deuda pública las rentabilidades a más largo plazo registraron descensos significativos en agosto y septiembre, parcialmente compensados en la parte transcurrida de octubre, dando lugar a un aplanamiento muy significativo de la curva. Esta evolución fue similar —pero más acusada— en Estados Unidos, lo que resultó en una reducción del diferencial de la deuda a diez años hasta el entorno de los 0,9 pp. Por último, durante julio y agosto los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones de préstamo y depósito prolongaron la tendencia alcista que mantienen desde finales de 2005, en consonancia con las sucesivas subidas de los tipos oficiales (véase gráfico 13).



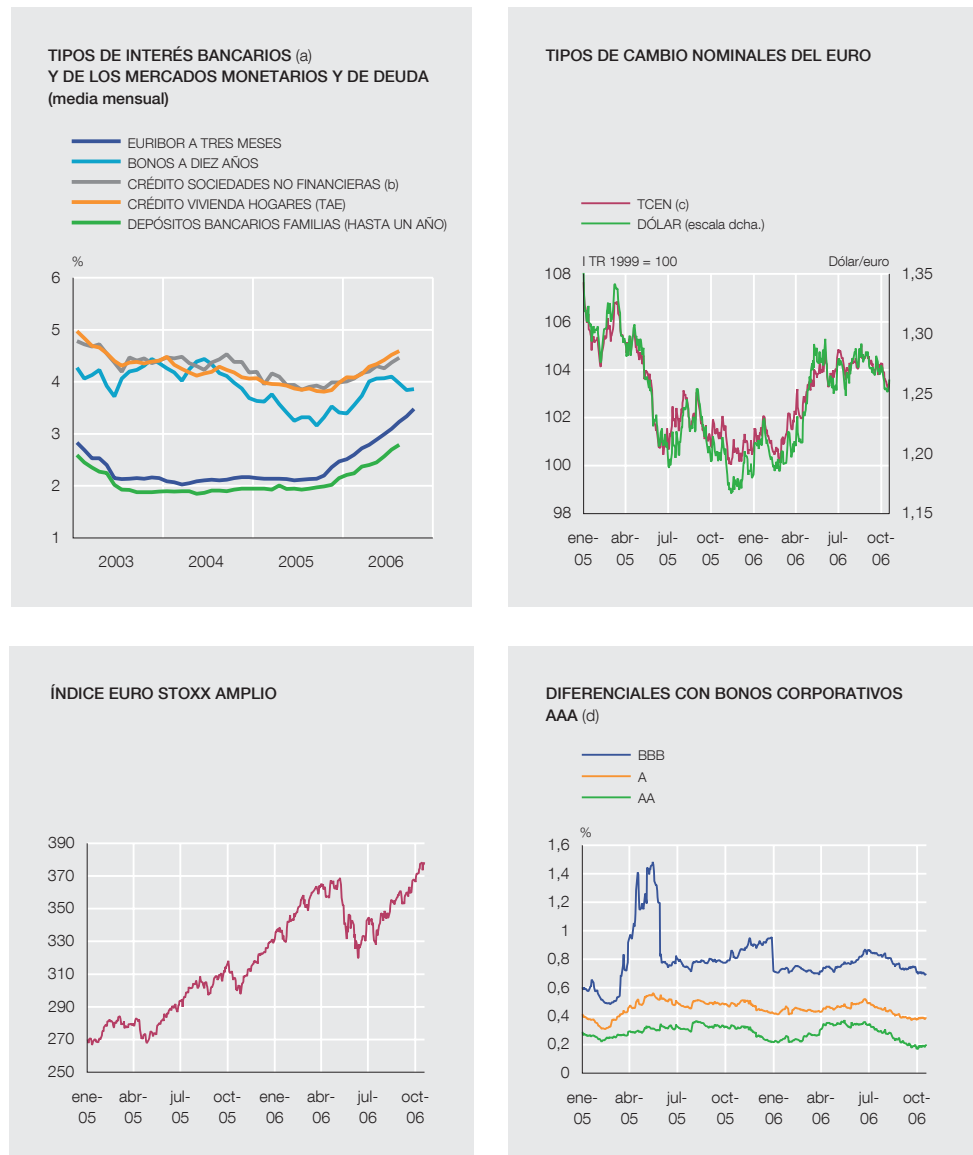
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

b. Estimados con datos del EURIBOR.

En relación con el tipo de cambio del euro, las fluctuaciones frente al dólar y en términos del tipo de cambio efectivo nominal fueron reducidas. En el conjunto del trimestre se produjo una ligera depreciación del euro, de forma que su revalorización desde principios de año se situó en torno al 7% y 3%, respectivamente. En los mercados de renta variable del área, los índices registraron una pronunciada tendencia alcista, apoyada por la reducción de la incertidumbre y la solidez de los beneficios empresariales actuales y esperados. De esta forma, el índice EURO STOXX compensó los fuertes descensos de mayo y junio, y acumula una revalorización cercana al 15% en lo que va de año.

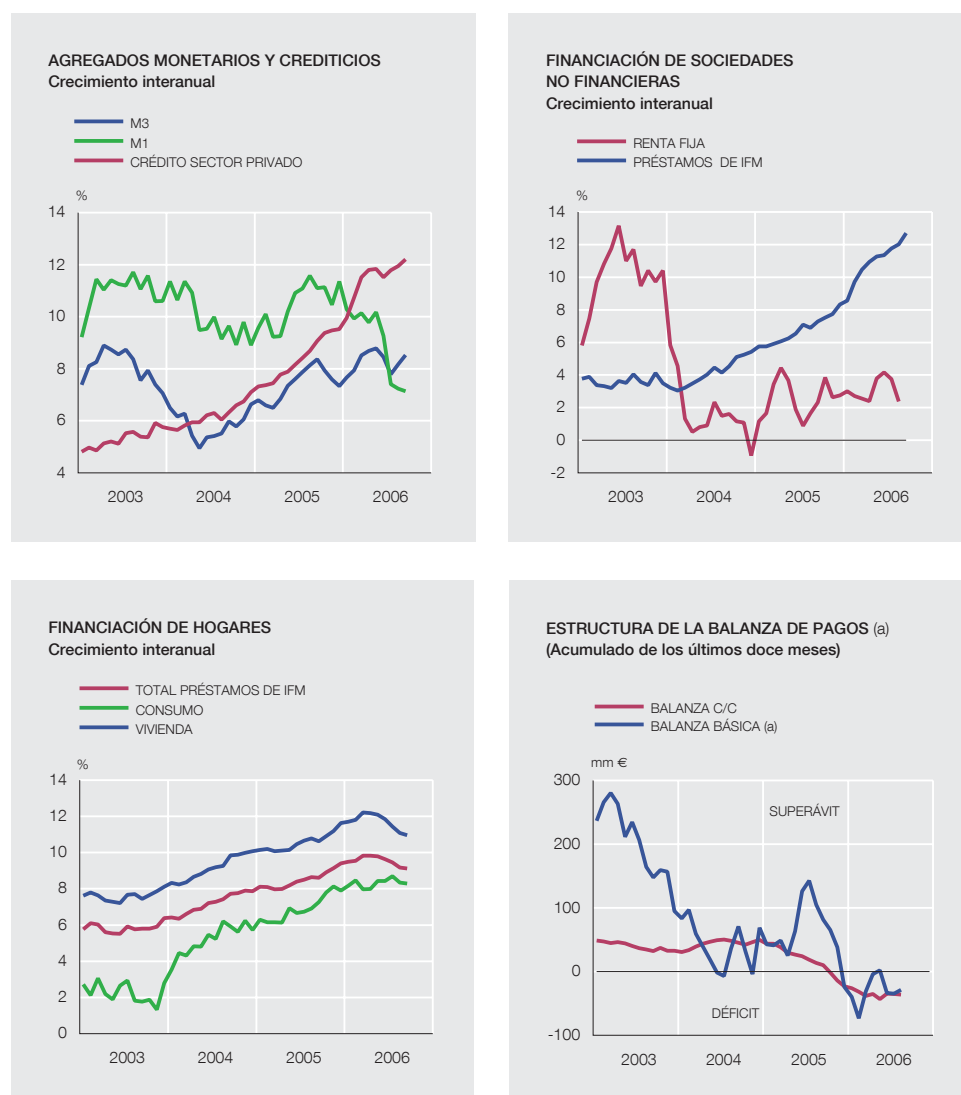
El agregado monetario M3 mantuvo durante el tercer trimestre un tono expansivo, con un ritmo de avance interanual del 8,5% en septiembre, nivel similar al de junio (véase gráfico 14). Además, las pasadas subidas de tipos y las expectativas de nuevas alzas parecen haber introducido algunos cambios en la composición de M3, con una desaceleración notable en los componentes más líquidos y una mayor fortaleza de los otros depósitos (distintos de los



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a. Datos obtenidos de las nuevas estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE, correspondientes a nuevas operaciones.
- b. Se representan los tipos de interés de los préstamos a más de cinco años.
- c. Índice de tipo de cambio efectivo nominal (TCE-23). Grupo reducido extendido de monedas definidas por el BCE.
- d. Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

depósitos a la vista) y de los instrumentos negociables. Por su parte, los préstamos de las instituciones financieras monetarias al sector privado continuaron acelerándose, en particular los otorgados a las empresas no financieras, que avanzaron un 12,7% en términos interanuales en septiembre, frente al 11,4% de finales del primer trimestre. Las encuestas de préstamos bancarios realizadas durante el segundo trimestre apoyan la continuada expansión del crédito a empresas. Además de los bajos tipos de interés, la inversión en capital fijo y en existencias, así como las operaciones de fusiones, adquisiciones y reestructuraciones empresariales, fueron factores impulsores destacados. Los préstamos a hogares mantuvieron un dinamismo elevado, con un crecimiento del 9,1% interanual en septiembre, dentro de una suave tendencia a la desaceleración que viene explicada por la moderación del crecimiento del



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

a. La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

crédito para la adquisición de vivienda. Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, durante el segundo trimestre la aceleración del crédito al consumo responde a la mayor demanda de bienes duraderos, en un contexto de ligera relajación de los criterios de aprobación. Finalmente, por lo que respecta a la evolución del crédito al sector privado por países, se observa un dinamismo creciente en España, Francia, Italia y, de forma más modesta, en Alemania, donde el ritmo de avance interanual se sitúa en torno al 4,5%, muy alejado de la media de la UEM.

4 La economía española

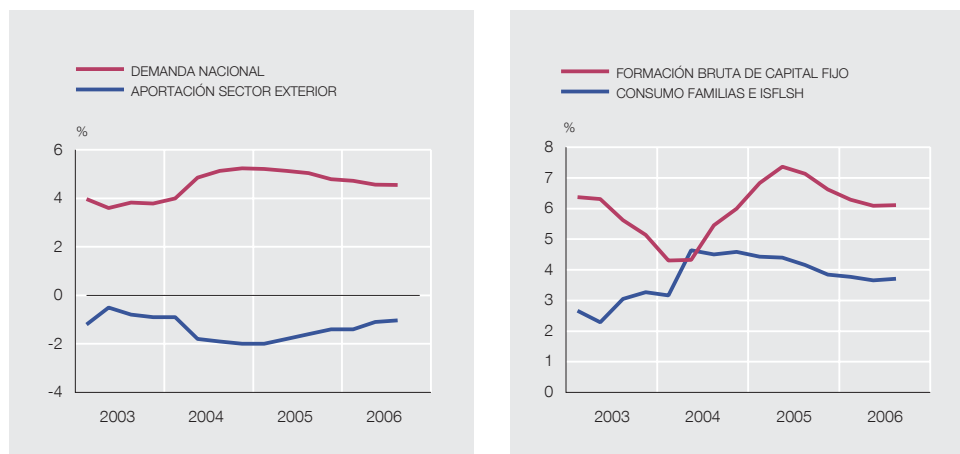
De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el segundo trimestre de 2006, el PIB registró un crecimiento del 3,7%, una décima por encima del trimestre anterior. En términos intertrimestrales, su avance fue del 0,9%, igual al de los tres primeros meses del año. En ese período, la demanda nacional continuó experimentando menores ritmos de avance, mientras que la demanda exterior neta contribuyó 3 décimas a la aceleración del producto. La información disponible para el tercer trimestre sugiere que la tasa de crecimiento interanual del PIB ha seguido aumentando, hasta el 3,8%, lo que supone un crecimiento intertrimestral también del 0,9%. Esta evolución vendría determinada por el mantenimiento del dinamismo de la demanda nacional —pues se estima que el consumo de los hogares y la formación bruta de capital fijo han sido, en líneas generales, estables— y por la nueva contribución positiva del sector exterior a la variación del crecimiento del producto (véase gráfico 15). Esta mejora de la aportación de las transacciones comerciales con el exterior ha sido, a su vez, resultado de un ritmo de expansión de las exportaciones similar al del trimestre anterior y del menor impulso de las importaciones de bienes y servicios, aunque estas siguieron creciendo a tasas más elevadas que las ventas al exterior.

La evolución de la actividad por ramas muestra que el mayor dinamismo de la economía española es generalizado, destacando el mayor empuje del valor añadido de la industria manufacturera. Los principales indicadores de empleo relativos al tercer trimestre también reflejan el mantenimiento de un ritmo de avance intenso. En este contexto, se estima que la productividad aparente del trabajo volvió a experimentar una tasa de expansión moderada (0,4%), si bien el menor avance de la remuneración por empleado en la economía de mercado ha permitido que los costes laborales unitarios cedieran ligeramente. Por el contrario, el excedente de explotación por unidad de producto ha mantenido ritmos de crecimiento relativamente altos, con lo que los incrementos de precios han continuado en tasas comparativamente elevadas. En el caso de los precios de consumo ha tenido lugar una moderación sustancial en agosto y, especialmente, en septiembre, debido, sobre todo, al abaratamiento del petróleo, de forma que la tasa interanual de crecimiento del IPC se situó en dicho mes en el 2,9%, 1 pp por debajo de la registrada el pasado mes de junio, retornando a niveles que no se observaban desde los primeros meses de 2004. El IPSEBENE experimentó igualmente en septiembre un crecimiento del 2,9%, aunque en este caso el descenso respecto a junio fue de tan solo una décima.

4.1 Demanda

En el segundo trimestre de 2006, el consumo privado creció un 3,7% en términos interanuales, una décima menos que en el trimestre anterior, con lo que se prolongó la senda de suave desaceleración iniciada a comienzos del pasado año. La información coyuntural más reciente, aunque incompleta respecto a los datos correspondientes al tercer trimestre, no ha mostrado variaciones significativas en las pautas de comportamiento del consumo final de los hogares españoles (véase gráfico 16).

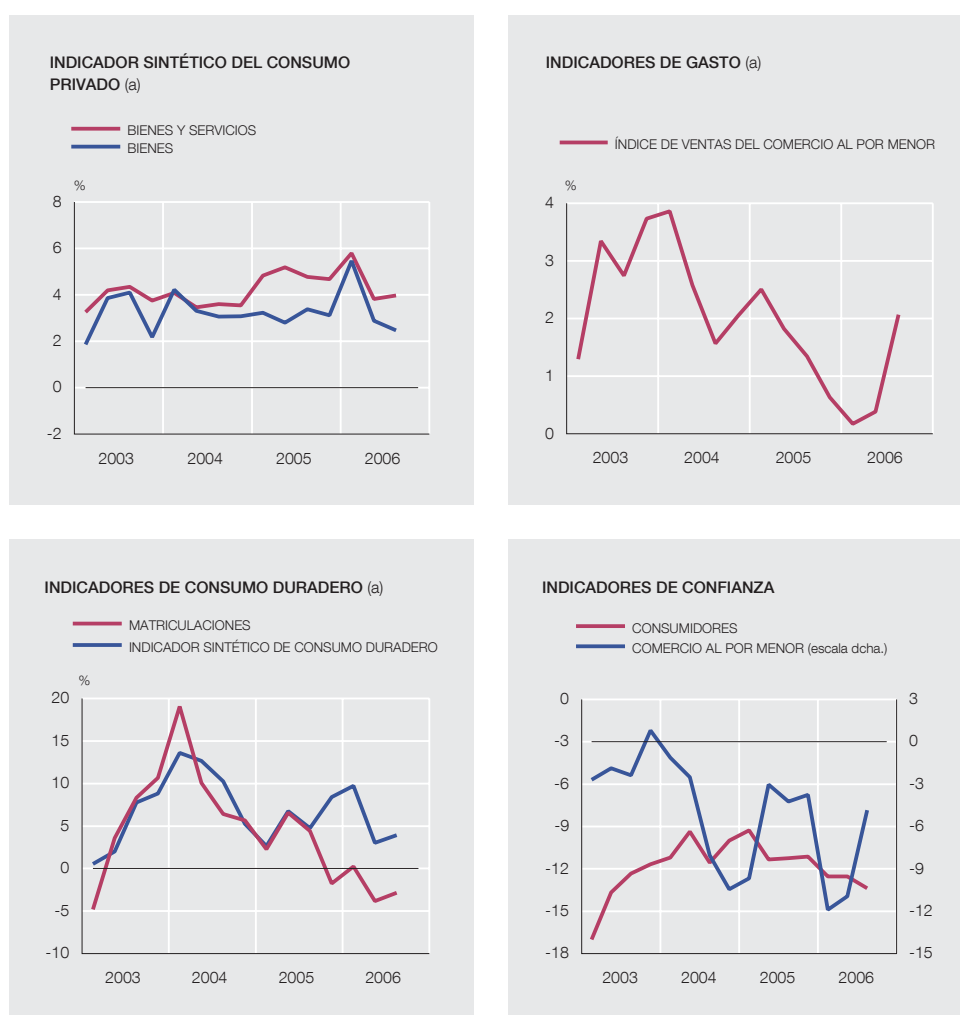
Así, el indicador sintético de consumo privado de bienes y servicios ha presentado un crecimiento muy similar al del trimestre anterior. El índice de ventas del comercio al por menor mejoró notablemente, especialmente en su componente no alimenticio, lo que es acorde con la opinión de los empresarios del sector. Por su parte, las ventas de automóviles disminuyeron, de nuevo, en el tercer trimestre, aunque a un ritmo menor que en los meses de primavera. Por último, la confianza de los consumidores exhibió un ligero deterioro respecto a la primera mitad del año.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

En la parte transcurrida de 2006, el consumo de las familias se ha desarrollado en un entorno caracterizado por un menor dinamismo de su renta disponible en términos reales, debido, entre otras razones, al descenso de los intereses netos percibidos —en un contexto de subida de los tipos de interés y de mayor endeudamiento de las familias—, al incremento en el pago de impuestos y al deterioro del poder adquisitivo originado por el aumento de la tasa de inflación. Sin embargo, la riqueza de las familias ha seguido aumentando a ritmos elevados, reflejando la apreciable revalorización de las cotizaciones bursátiles, que han crecido más de un 20% en los nueve primeros meses del año, y el notable avance de la riqueza inmobiliaria, pese al menor incremento del precio de la vivienda. A la vista de estos determinantes, y como ponen de manifiesto las cuentas no financieras de los sectores institucionales hasta el segundo trimestre, cuyos resultados se analizan en el recuadro 3, se estima que el consumo de los hogares ha seguido creciendo a un ritmo superior al de su renta disponible, de modo que la tasa de ahorro ha continuado reduciéndose. En cualquier caso, la sustancial reducción de la inflación en los últimos meses debería mejorar el poder adquisitivo de la renta de los hogares y acercar el crecimiento del gasto de las familias a la tasa de expansión de su renta disponible.

En el segundo trimestre de 2006, el consumo final de las Administraciones Públicas (AAPP) registró un incremento del 4,4%, igual que en el primer trimestre. La información disponible apunta a una cierta aceleración de este componente del gasto en el tercer trimestre, relacionada con su evolución en las Administraciones Territoriales.

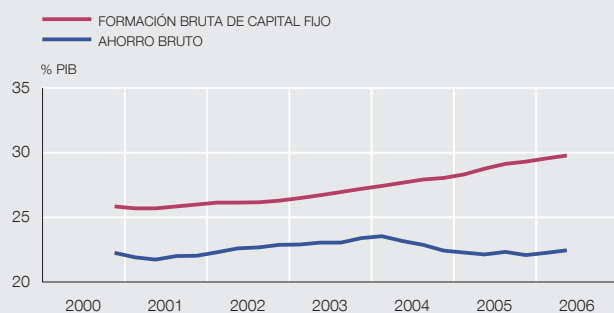
La formación bruta de capital fijo volvió a moderar su fuerte ritmo de avance en el segundo trimestre, hasta el 6,1%, dos décimas menos que en el primer trimestre. Esta ralentización fue el resultado, sobre todo, del menor avance de la inversión en otros productos —componente vinculado a la promoción e intermediación inmobiliaria y a la adquisición de *software*—, cuya tasa interanual se redujo en 1,5 pp, hasta el 3,3%, mientras que la inversión en construcción se desaceleró ligeramente, registrando un crecimiento del 5,7%. Por el contrario, la inversión en bienes de equipo repuntó hasta el 9,1%, 5 décimas por encima del trimestre anterior (véase gráfico 17). La información que proporcionan los indicadores correspondientes al tercer trimestre sugiere que la formación bruta de capital fijo siguió expandiéndose a una tasa similar a la del segundo trimestre, como consecuencia de la fortaleza que muestra el gasto en bienes de equipo, componente que continúa siendo el más pujante de la demanda interna, y la inversión en construcción, que incluso podría aumentar su dinamismo.

Los indicadores relativos al gasto en bienes de equipo en el tercer trimestre del año configuran un panorama, en general, positivo. Así, el indicador de disponibilidades, calculado con datos incompletos para ese período, mostró un mayor empuje que en la primera mitad del año, gracias a la fortaleza registrada por la producción interior de este tipo de bienes —cuyo crecimiento acumulado hasta agosto se encuentra próximo al 10%—, que ha sustituido a las importaciones de bienes de equipo como fuente básica de incorporación del nuevo capital productivo. La cartera de pedidos del conjunto de la industria registró una cierta mejora en dicho período, al igual que los índices de cifra de negocios y entrada de pedidos de bienes de equipo, mientras que disminuyó el número de empresas que consideran excesiva su capacidad instalada. Por el contrario, los indicadores de opinión referidos a esta rama de la industria, como los de clima industrial y cartera de pedidos, experimentaron cierto deterioro en el tercer trimestre. Asimismo, el nivel de utilización de la capacidad productiva se redujo en el tercer trimestre, lo que indicaría una valoración menos positiva acerca de la necesidad de aumentar la inversión en capital para incrementar la producción.

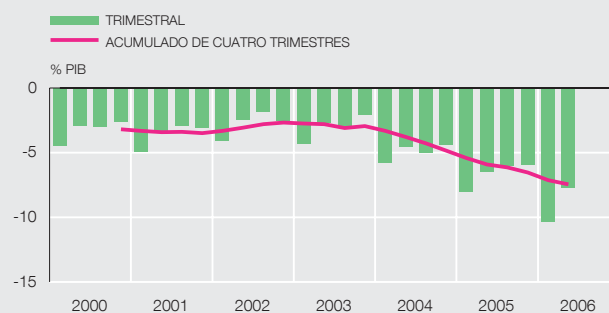
La inversión en construcción aumentó un 5,7% en el segundo trimestre de 2006, en línea con el elevado ritmo de crecimiento observado los trimestres precedentes. A tenor de la informa-

TOTAL ECONOMÍA

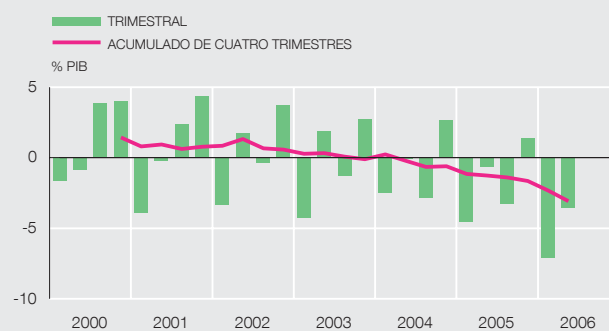
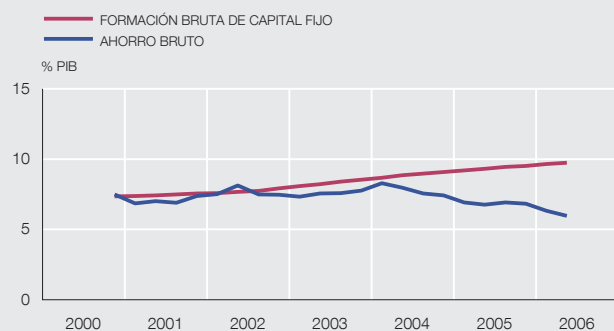
1 AHORRO BRUTO Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (a)



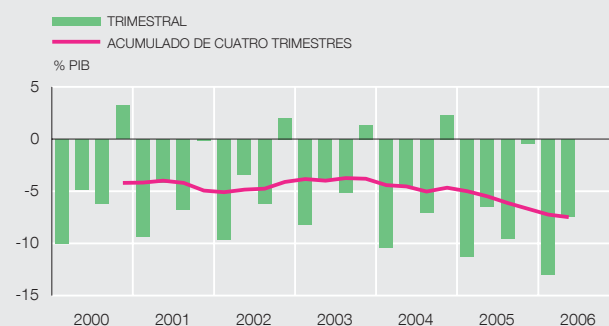
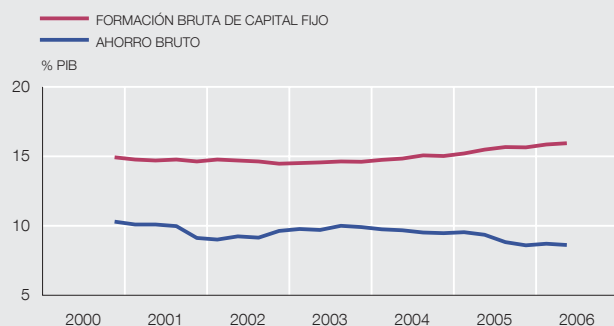
2 CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN



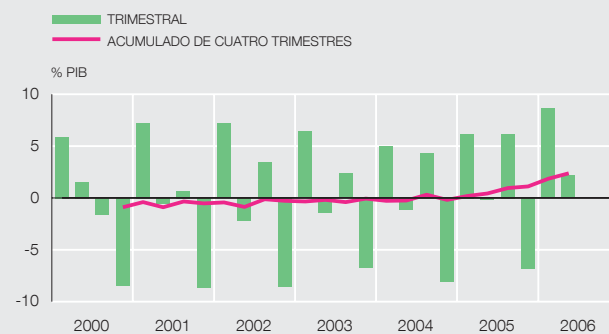
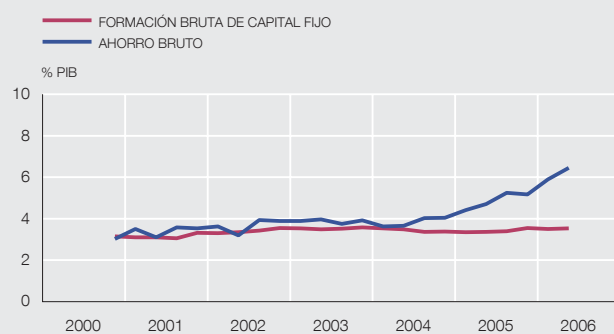
HOGARES E ISFLSH



SOCIEDADES NO FINANCIERAS



ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Acumulado de cuatro trimestres.

En enero de 2006, el Instituto Nacional de Estadística (INE) comenzó a publicar las cuentas no financieras *trimestrales* de los sectores institucionales de la economía española, como parte de un objetivo más amplio para disponer de un sistema de cuentas anuales y trimestrales de la Unión Europea y de la UEM¹. Este sistema engloba de una manera coherente e integrada los principales agregados macroeconómicos, desde el punto de vista de la demanda, la oferta y las rentas, junto con las operaciones de los sectores institucionales, tanto financieras —recopiladas en las cuentas financieras trimestrales que publica el Banco de España— como no financieras —las que el INE empezó a difundir en enero—. En la actualidad, estas cuentas no financieras se publican con un desfase aproximado de un trimestre, con lo que el último dato existente corresponde al segundo trimestre de 2006. Se dispone, así, por primera vez, de información exhaustiva sobre los saldos no financieros de todos los sectores de la economía española relativa al año en curso.

Las series publicadas se refieren a datos brutos, sin ajustar de estacionalidad, de modo que las comparaciones de un trimestre con el anterior resultan poco informativas, debido al marcado perfil estacional de la mayor parte de ellas (por ejemplo, la formación bruta de capital de las AAPP se incrementa de forma muy acusada en el último trimestre de cada año y desciende, también de forma intensa, al trimestre siguiente, debido a las pautas de reconocimiento de gasto de la obra pública). Una posible aproximación para evitar este problema es examinar las cifras acumuladas de los últimos cuatro trimestres.

De acuerdo con los datos trimestrales de las cuentas sectoriales, en 2006 ha continuado el deterioro de las necesidades de financiación de la economía española, que representaron un 7,4% del PIB con datos acumulados hasta el segundo trimestre del año, 0,9 pp por encima de la cifra de 2005 (véase gráfico adjunto). La recuperación del ahorro nacional en la primera mitad de 2006 ha resultado insuficiente para financiar el avance de la formación bruta de capital fijo. Este desequilibrio se ha visto ampliado por la disminución de las

transferencias de capital procedentes del exterior que se ha producido en la primera parte del año.

El aumento de las necesidades de financiación de la nación durante el primer semestre de 2006 se ha debido a la ampliación del desequilibrio entre el ahorro y la inversión del sector privado no financiero —hogares e ISFLSH y sociedades no financieras—, pues su necesidad de financiación ha aumentado 2,2 pp del PIB, en relación con el cierre de 2005, lo que se ha visto parcialmente compensado por un incremento de la capacidad de financiación de las Administraciones Públicas. Las instituciones financieras han mantenido una capacidad de financiación similar a la de 2005.

La necesidad de financiación de los hogares e ISFLSH se ha incrementado en los dos primeros trimestres de 2006, situándose en 3,1% del PIB, con datos acumulados hasta el segundo trimestre. Esta cifra, que supone un aumento de 1,4 pp del PIB respecto a la cifra de 2005, ha sido el resultado de un descenso del ahorro bruto de las familias en la primera mitad del año —la tasa de ahorro, que se ha situado en el 9,4% con datos acumulados, disminuyó 1,2 pp respecto al año 2005— y de la continuación de la tendencia ascendente de la formación bruta de capital. La desaceleración de la renta en los últimos trimestres —con un ritmo de avance del 6,1%, frente al 6,9% en 2005—, que solo se ha trasladado parcialmente al consumo, explica la disminución del ahorro de los hogares.

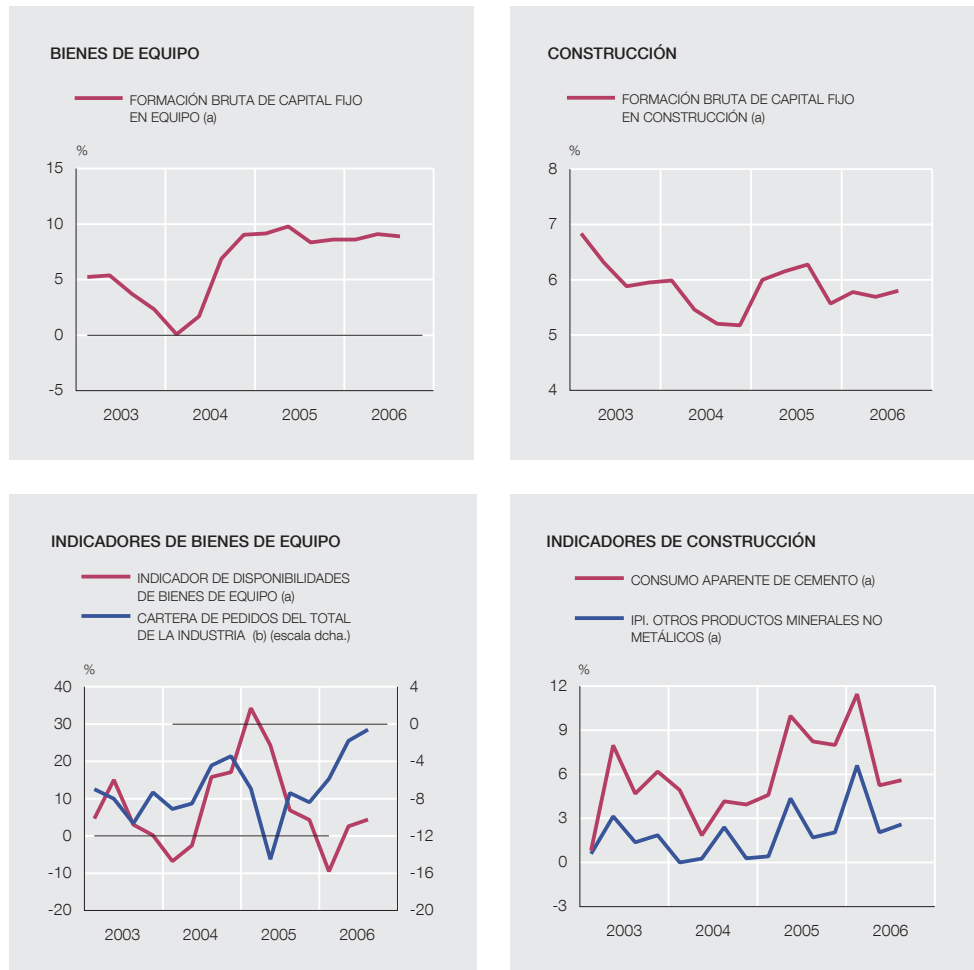
Las sociedades no financieras, por su parte, han mantenido un nivel de ahorro en relación con el PIB similar al del cierre de 2005. Sin embargo, la inversión del sector ha continuado elevando su participación en el PIB en los últimos trimestres, de modo que las necesidades de financiación siguieron aumentando, hasta situarse en el 7,5% del PIB en el segundo trimestre de 2006, frente al 6,7% en 2005.

Por último, las AAPP han incrementado su capacidad de financiación en los primeros trimestres de 2006, que se ha situado en el 2,4% del PIB, 1,3 pp por encima de la cifra alcanzada en 2005. El aumento del ahorro público en este período (1,3 pp del PIB) ha sido el factor que ha determinado esta evolución.

1. Las cuentas no financieras trimestrales de los sectores institucionales se publican en www.ine.es y también, con indicación de la fuente, en el primer capítulo de las *Cuentas Financieras de la Economía Española*, que se difunden en www.bde.es.

ción coyuntural más reciente, este dinamismo podría continuar en los próximos meses. Así, los indicadores de confianza y de empleo, con su favorable evolución en septiembre, confirman la intensidad de la actividad en el conjunto del tercer trimestre. Los indicadores de materiales utilizados en la construcción, con información hasta agosto, también apuntan hacia una evolución algo más favorable que en el trimestre anterior.

Distinguiendo por tipo de obra, la inversión en vivienda aumentó un 6,5% en el segundo trimestre, de modo que su crecimiento medio en el semestre supera al de años precedentes. De acuerdo con la información de carácter adelantado que proporciona la estadística de visados del Ministerio de Fomento, periodificada de acuerdo con un calendario de ejecución de obra, la construcción residencial podría registrar cierta aceleración en el segundo semestre de 2006. Por el contrario, la inversión en el resto de construcciones —edificación no residencial y obra civil—

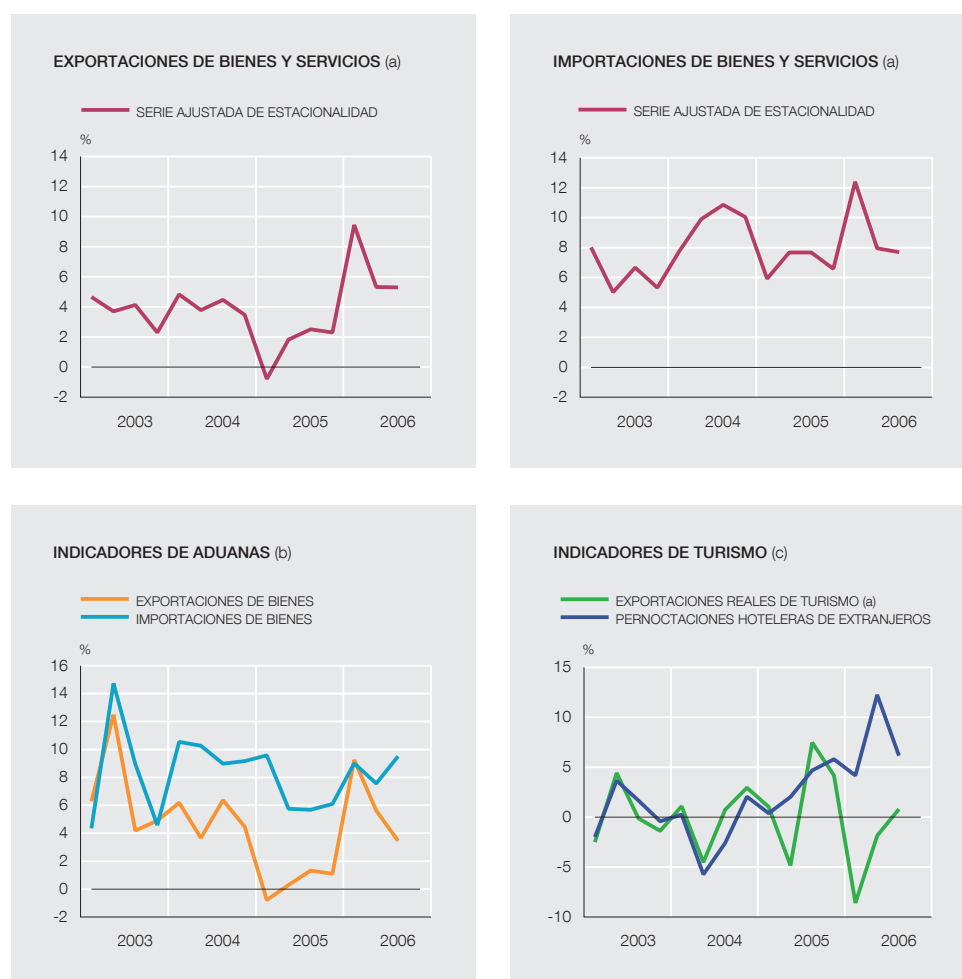


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
b. Nivel, serie original.

avanzó un 4,8% en el segundo trimestre, un crecimiento notablemente inferior al registrado en 2005. La información coyuntural es más escasa e incierta en este tipo de obra. Así, la edificación no residencial parece mostrar una cierta estabilidad, que descansa en el fuerte crecimiento de la obra ejecutada por las AAPP. Por su parte, la obra civil, a falta de información completa sobre la evolución de la obra promovida por el sector privado, también presenta un mayor vigor en la segunda mitad de 2006, de acuerdo con los datos periodificados de licitación oficial.

Respecto a la situación patrimonial de las empresas, los datos de la Central de Balances (CBT) correspondientes a los dos primeros trimestres de 2006 indican una aceleración de la actividad y el empleo de las sociedades que integran esta muestra, a la que han contribuido todos los sectores considerados, particularmente los de comercio e industria. Este impulso de la actividad empresarial ha venido acompañado de un ligero avance de la rentabilidad del activo neto y de un mantenimiento del coste de la financiación ajena, lo que incrementa el atractivo de emprender nuevas inversiones. Asimismo, los indicadores de presión financiera, calculados con datos de la CBT, mantienen niveles favorables, con una ligera mejora en el período más reciente. No obstante, estos resultados reflejan, en buena medida, la situación de empresas grandes —que son las que componen fundamentalmente la muestra de la CBT—, y es posible que la situación patrimonial de las empresas de menor dimensión esté



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

- a. Datos de la CNTR a precios constantes.
b. Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
c. Series ajustadas de estacionalidad.

sometida a mayores presiones derivadas del encarecimiento de los recursos ajenos. La evolución de las necesidades de financiación del conjunto de las sociedades no financieras, que se volvieron a incrementar en el segundo trimestre de 2006, apunta en ese sentido.

En el segundo trimestre de 2006, la demanda exterior neta contribuyó con tres décimas a la aceleración del PIB, si bien todavía presentó una aportación negativa al crecimiento del producto (-1,1 pp). En ese período, tuvo lugar una moderación de los flujos comerciales con el exterior respecto a las tasas inusualmente altas registradas en el primer trimestre. Las exportaciones reales de bienes y servicios continuaron mostrando una evolución favorable, con una tasa de crecimiento interanual del 5,3%, si bien su ritmo de avance se redujo respecto al 9,5% del primer trimestre. Por su parte, las importaciones reales de bienes y servicios se moderaron hasta una tasa interanual del 7,9%, frente al 12,4% del trimestre precedente, manteniéndose, no obstante, por encima del crecimiento medio del año anterior. La información, aún incompleta, correspondiente al tercer trimestre de 2006 apunta a que la demanda exterior neta puede haber continuado contribuyendo ligeramente a la aceleración del PIB, gracias al tono positivo de las exportaciones, en línea con el observado en los meses de primavera, y a una leve pérdida de dinamismo de las importaciones (véase gráfico 18).

Las exportaciones reales de bienes crecieron un 4,7% en el segundo trimestre de 2006, en ritmo interanual, tras el notable aumento del trimestre anterior (13%). Las cifras más recientes de comercio exterior de Aduanas, referidas a julio y agosto, muestran un dinamismo algo inferior al del segundo trimestre, debido a la atonía de las exportaciones reales en julio, pues en agosto las ventas al exterior retomaron ritmos de avance elevados. Por áreas geográficas, las ventas en la UE se aceleraron en los meses de verano, con un notable incremento de las ventas a algunos de nuestros principales mercados, como Italia o Francia. Con todo, las exportaciones han crecido a ritmos sustancialmente mayores en los mercados extracomunitarios, en particular, en Estados Unidos, América Latina y Rusia.

En el segundo trimestre de 2006 disminuyó el ritmo de caída interanual de las exportaciones reales de servicios turísticos, hasta el -1,8%, desde el -8,6% del trimestre precedente. En los meses de verano, los de mayor afluencia turística, los principales indicadores reales de turismo han mostrado un tono positivo. Así, en el tercer trimestre, las pernoctaciones hoteleras de viajeros extranjeros crecieron un 5,6%, al tiempo que el número de turistas aumentó un 3,7%, si bien estas cifras son algo inferiores a las observadas en el segundo trimestre. Según EGATUR, el gasto total de los turistas en términos nominales en julio y agosto se incrementó un 4,6%, con un ligero aumento del gasto medio por turista, aunque a una tasa reducida (1,4%). Esta tónica bajista del gasto medio por turista se ve afectada por los acortamientos de las estancias, pero también por el mayor uso de alojamientos no reglados o viviendas en propiedad, aunque no cabe descartar la posibilidad de que los datos de esta encuesta estén teniendo algún sesgo a la baja durante el año 2006, particularmente en los primeros meses. Respecto a nuestros principales mercados emisores de turistas, los mercados británico y alemán mostraron un comportamiento moderado en el tercer trimestre, mientras que el turismo francés disminuyó en ese período, de modo que fue el turismo italiano y el procedente de fuera de la zona del euro los que más aumentaron en los meses de verano.

Las exportaciones reales de servicios no turísticos crecieron un 14,8% en el segundo trimestre de 2006, prolongando la tónica alcista de los últimos trimestres. En este período, las ventas exteriores de servicios de transporte, así como las exportaciones de servicios prestados a las empresas, que constituyen las principales rúbricas, mantuvieron ritmos de avance elevados.

En el segundo trimestre de 2006, las importaciones reales de bienes moderaron su tasa de crecimiento interanual hasta el 7,5%, desde el 11,3% del trimestre precedente. La información de Aduanas disponible para el tercer trimestre sugiere que las compras al exterior mantendrán el vigor de los meses anteriores. Por grupos de productos, en julio y agosto destacó el elevado dinamismo de las compras exteriores de bienes intermedios, tanto energéticos como del resto, así como de bienes de equipo, en particular, de maquinaria, mientras que las importaciones de bienes de consumo presentaron un ritmo de crecimiento más modesto, inferior al observado en el primer semestre.

Por último, las importaciones reales de servicios atenuaron su avance en el segundo trimestre del año, hasta el 9,5%, desde el 16,8% del trimestre anterior, con lo que se truncó el perfil de notable aceleración que venían mostrando desde el ejercicio anterior. Este resultado fue consecuencia de la evolución más moderada tanto de los servicios turísticos como del resto de servicios.

4.2 Producción y empleo

En el segundo trimestre de 2006, la economía de mercado experimentó un nuevo impulso, de forma que su valor añadido bruto aumentó un 3,4%, una décima más que en los tres primeros meses del año. Este mayor vigor vino originado por los avances de las ramas industriales y energéticas y, en menor medida, de las agrarias, en contraste con el menor dinamismo de la

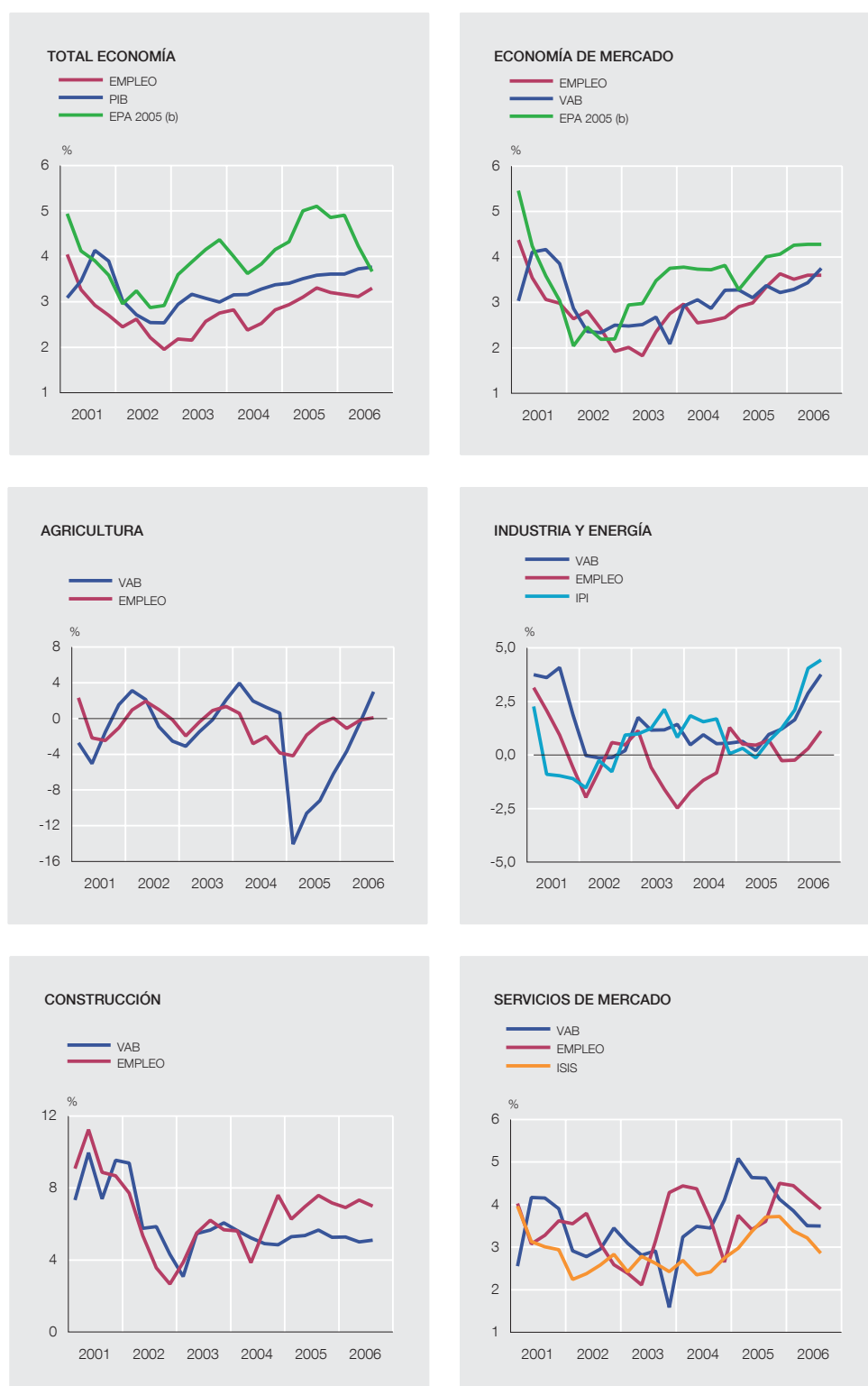
construcción y de los servicios de mercado (véase gráfico 19). De acuerdo con la información disponible, el valor añadido habría seguido acelerándose en el tercer trimestre gracias a la recuperación de las ramas agrícolas y al vigor que sigue mostrando la industria.

La presencia de condiciones climatológicas menos adversas que las del año anterior ha permitido la recuperación de la actividad de las ramas agraria y pesquera. En concreto, en el segundo trimestre del año estas ramas registraron un crecimiento interanual del -0,4%, 3,3 pp por encima del primer trimestre. Para el tercer trimestre cabe esperar que se mantenga esa tendencia, dadas las mejoras que se esperan en la mayoría de las cosechas.

También el conjunto de las ramas industriales y energéticas continuó en el segundo trimestre la recuperación iniciada en los meses centrales de 2005. En concreto, su tasa interanual se situó en el 2,9%, 1,3 pp por encima del trimestre anterior. El avance se concentró en las ramas industriales, ya que las energéticas mantuvieron estable su ritmo de crecimiento en el 3,2%. La expansión de la producción fue generalizada, aunque fue especialmente intensa en los bienes de equipo, que se beneficiaron tanto de la elevada demanda interna como de la reactivación de las ventas al exterior. La información coyuntural disponible señala que el dinamismo de la actividad industrial ha continuado en el tercer trimestre del año. Así, el índice de producción industrial (IPI) aumentó un 4,6% en el período julio-agosto, en términos interanuales y corregidos de calendario, una tasa de avance superior a la del segundo trimestre. Los indicadores de empleo, como el número de afiliados a la Seguridad Social, mostraron en el tercer trimestre una evolución similar a la de los meses de primavera, mientras que el índice de confianza elaborado por la Comisión Europea registró un avance de un punto y el índice de directores de compras de las empresas manufactureras (PMI) apenas varió.

El elevado vigor de la construcción continuó en el segundo trimestre del año, si bien se observó cierta moderación. Así, el valor añadido bruto de esta rama aumentó un 5% en el conjunto del período entre abril y junio, 0,3 pp menos que en el primer trimestre del año. Tal y como se ha comentado en la sección anterior, esta pérdida de tono en el segundo trimestre reflejó el menor pulso de la edificación, particularmente del segmento no residencial. Respecto al tercer trimestre, el mayor vigor de la edificación residencial en los meses de verano sustentaría un mayor crecimiento del valor añadido de esta rama. En esta línea apuntarían tanto las afiliaciones a la Seguridad Social, que crecieron entre julio y septiembre a un ritmo ligeramente superior al del segundo trimestre del año —una vez corregidas las distorsiones ocasionadas por el proceso de regularización de inmigrantes—, como la información sobre la evolución de algunos *inputs* intermedios, como el consumo aparente de cemento.

Durante el segundo trimestre del año se prolongó la paulatina moderación de las actividades de las ramas de servicios. El crecimiento registrado en el segundo trimestre fue del 3,5%, tres décimas menos que en los tres primeros meses del año. Esta desaceleración se observó tanto en los servicios de mercado como en el resto. Para el tercer trimestre se aprecian indicios de estabilidad en los servicios de mercado. De acuerdo con los datos de la Agencia Tributaria, las ventas de las grandes empresas de servicios, una vez deflactadas y corregidas de efectos de calendario, mostraron en el conjunto de los meses de julio y agosto un crecimiento similar al del segundo trimestre del año, mientras que el número de afiliados a la Seguridad Social de esta rama se aceleró ligeramente en el tercer trimestre. En cuanto a los indicadores de opinión, el indicador de confianza de servicios de la Comisión Europea ha mejorado ligeramente y el índice PMI se mantuvo estable en el tercer trimestre. Entre las ramas terciarias, destaca el mayor dinamismo de las actividades de comercio y la estabilidad de las ramas de transporte y comunicaciones, mientras que la hostelería y las actividades inmobiliarias y empresariales podrían mostrar cierta moderación.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. EPA en personas. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.

b. Series enlazadas en el Banco de España en base a la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

En el conjunto de la economía, en el segundo trimestre de 2006 se mantuvo el vigoroso proceso de creación de empleo, con un ritmo de avance interanual del 3,1%, una décima por debajo del trimestre anterior. Esta evolución, unida al mayor vigor del PIB, determinó un avance de la productividad aparente del trabajo del total de la economía, que se situó en el 0,6% en el segundo trimestre, frente al 0,4% del primero. En la economía de mercado, la tasa de crecimiento interanual del empleo se situó en el 3,6%, una décima más que en el trimestre anterior; en este caso, la evolución del valor añadido determinó un retroceso de 0,2 pp de la productividad aparente del trabajo. En cuanto al tercer trimestre, los indicadores coyunturales disponibles indican que el empleo ha repuntado de nuevo, con una mejora de la productividad en la economía de mercado.

En este sentido, la afiliación a la Seguridad Social, calculada con datos a fin de mes y una vez descontado el efecto de la regularización de inmigrantes, mostró un mayor vigor en el tercer trimestre, con una tasa interanual del 3,3%, 5 décimas superior a la del período anterior. De acuerdo con los datos de la EPA referidos al tercer trimestre del año, el empleo creció a una tasa interanual del 3,7%, cinco décimas inferior a la observada el trimestre precedente. No obstante, esta desaceleración del empleo se ha concentrado en las ramas de servicios no de mercado, mientras que el empleo en el conjunto de la economía de mercado volvió a aumentar, como en los dos trimestres anteriores, un 4,3%.

Por ramas de actividad, según las estimaciones de la CNTR relativas al segundo trimestre, destacó la pérdida de dinamismo experimentada en la creación de empleo en la rama de servicios y, especialmente, en las actividades no destinadas al mercado, que vino compensada parcialmente, por un mayor empuje en el resto de ramas. En concreto, el ritmo de avance interanual del empleo en los servicios no de mercado se redujo seis décimas, hasta el 1%. Por el contrario, en el resto de servicios, la moderación en la creación de empleo fue menos intensa, situándose la tasa interanual en el 4,2%, dos décimas por debajo de la del trimestre anterior. Por su parte, en la agricultura se atenuó el ritmo de destrucción de puestos de trabajo, mientras que, en la industria, el empleo experimentó un modesto crecimiento, tras dos trimestres de caídas. La ocupación en la construcción continuó siendo especialmente dinámica, con una tasa del 7,3% interanual. Según la EPA, en el tercer trimestre del año, el empleo se mostró bastante robusto en la construcción y en las ramas de servicios, mientras que se observaron tasas de variación negativas en la agricultura y en la industria. En concreto, el empleo de la rama agraria disminuyó un 8% en tasa interanual, intensificando así el ritmo de caída experimentado en el primer semestre del año. En la industria, por su parte, el empleo volvió a caer en términos interanuales (-0,7%), después de la suave recuperación observada en la primera parte del año. En el caso de la construcción, el empleo repuntó, hasta un crecimiento interanual del 8,1%. Finalmente, el empleo aumentó un 4,9% en las ramas de servicios, 0,1 pp menos que el trimestre pasado, fruto de la acusada desaceleración en las ramas no destinadas al mercado, donde el empleo creció un 1,9%, frente al 4,1% del trimestre pasado. En los servicios de mercado, por el contrario, el empleo se aceleró, hasta experimentar un crecimiento interanual del 6,9%, 1,2 pp por encima del trimestre precedente.

La CNTR siguió recogiendo en el segundo trimestre del año un mayor vigor para el empleo asalariado que para el empleo por cuenta propia, aunque este último colectivo experimentó una fuerte recuperación. Así, los asalariados crecieron un 3,1% en tasa interanual en el total de la economía y un 3,7% en el conjunto de ramas destinadas a la venta, lo que supuso una desaceleración de 0,4 pp en relación con el trimestre anterior. Por su parte, el empleo no asalariado creció un 3%, muy por encima del 0,9% del primer trimestre. La información más reciente procedente de la EPA para el tercer trimestre del año sigue mostrando un crecimiento superior para el colectivo de asalariados (3,9%) que el registrado en el empleo por cuenta

propia (2,8%). Esta evolución supone un nuevo incremento de la tasa de asalarización, hasta el 82,3%, 0,6 pp por encima de la registrada un año antes. En la estadística de afiliaciones a la Seguridad Social también se observó un menor avance del empleo autónomo que de los trabajadores por cuenta ajena.

Según la EPA, el colectivo de ocupados extranjeros registró en el tercer trimestre un dinamismo muy elevado, con un crecimiento interanual del 17,4%, si bien mantuvo el perfil de suave moderación que viene experimentando en los últimos trimestres. Los ocupados nacionales, por su parte, crecieron un 2%, 0,5 pp menos que en el trimestre pasado. Atendiendo a la duración de los contratos, el número de asalariados temporales creció a una tasa superior a la de los indefinidos en este trimestre, a pesar de la entrada en vigor de la reforma laboral el pasado 1 de julio. No obstante, se moderó el ritmo de expansión de los trabajadores con contrato temporal, hasta el 4,5%, frente al 7,9% del trimestre precedente, mientras que el empleo indefinido se aceleró, hasta un crecimiento interanual del 3,6%. En conjunto, esta evolución provocó un nuevo aumento de la ratio de temporalidad, como suele ser habitual en los meses de verano, hasta el 34,6%, frente al 34,4% del trimestre anterior, si bien este incremento fue inferior al registrado en este mismo trimestre en los dos últimos años. Por otra parte, la información procedente de la estadística de contratos del INEM muestra un repunte de la contratación indefinida en el período julio-septiembre, debido, sobre todo, a las conversiones de temporales —con un aumento superior al 80% entre julio y septiembre—, y es previsible que hasta final de año se mantenga el elevado dinamismo de estas conversiones, puesto que esa es la fecha límite para poder beneficiarse de las bonificaciones.

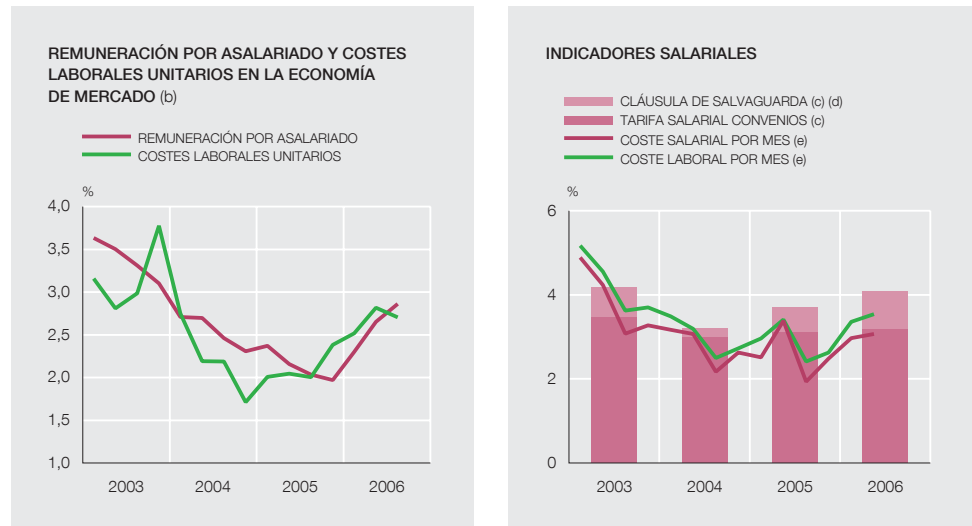
Respecto a la duración de la jornada, los trabajadores a tiempo parcial crecieron un 1,1% en el tercer trimestre, tras las altas tasas que experimentaron en 2005, mientras que los ocupados a jornada completa mantuvieron un dinamismo superior (4%). Como resultado de ello, la ratio de parcialidad se redujo en nueve décimas respecto al trimestre precedente, hasta el 11,3%.

La población activa creció un 3,4% en el tercer trimestre del año 2006, en línea con su evolución reciente (3,3% en el segundo trimestre). Esta evolución de la oferta de trabajo viene explicada por el progresivo aumento de la tasa de actividad, que se situó en el 58,4%, un punto por encima de la que se registró en el mismo período del año precedente, y por el sostenido dinamismo de la población, que volvió a crecer un 1,6%, como en el trimestre anterior. Por sexos, el aumento de la población activa fue superior entre las mujeres (4,7%, frente al 2,4% de los hombres), cuya tasa de actividad se elevó 1,5 pp respecto al mismo trimestre del año pasado, hasta 47,8%. La tasa de actividad de los hombres se situó en 69,5%, que es en 0,4 pp superior a la de hace un año.

Finalmente, los datos procedentes de la EPA indican una nueva disminución del desempleo en el tercer trimestre, con 72.000 parados menos que hace tres meses, si bien, en términos interanuales, el número de desempleados se estabilizó, tras varios trimestres de acusados descensos. La tasa de paro se redujo hasta el 8,1%, cuatro décimas menos que en el segundo trimestre. Por su parte, la información proporcionada por la estadística de paro registrado indica un descenso del 1,9% del número de parados en el tercer trimestre del año, en términos interanuales.

4.3 Costes y precios

En el segundo trimestre de 2006, la remuneración por asalariado continuó la senda ascendente iniciada en la segunda mitad del ejercicio precedente (véase gráfico 20). En concreto, en el conjunto de la economía, la remuneración por asalariado aumentó tres décimas, hasta el 3,2%. En la economía de mercado, la aceleración fue más acusada (0,4 pp), situándose el ritmo de



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

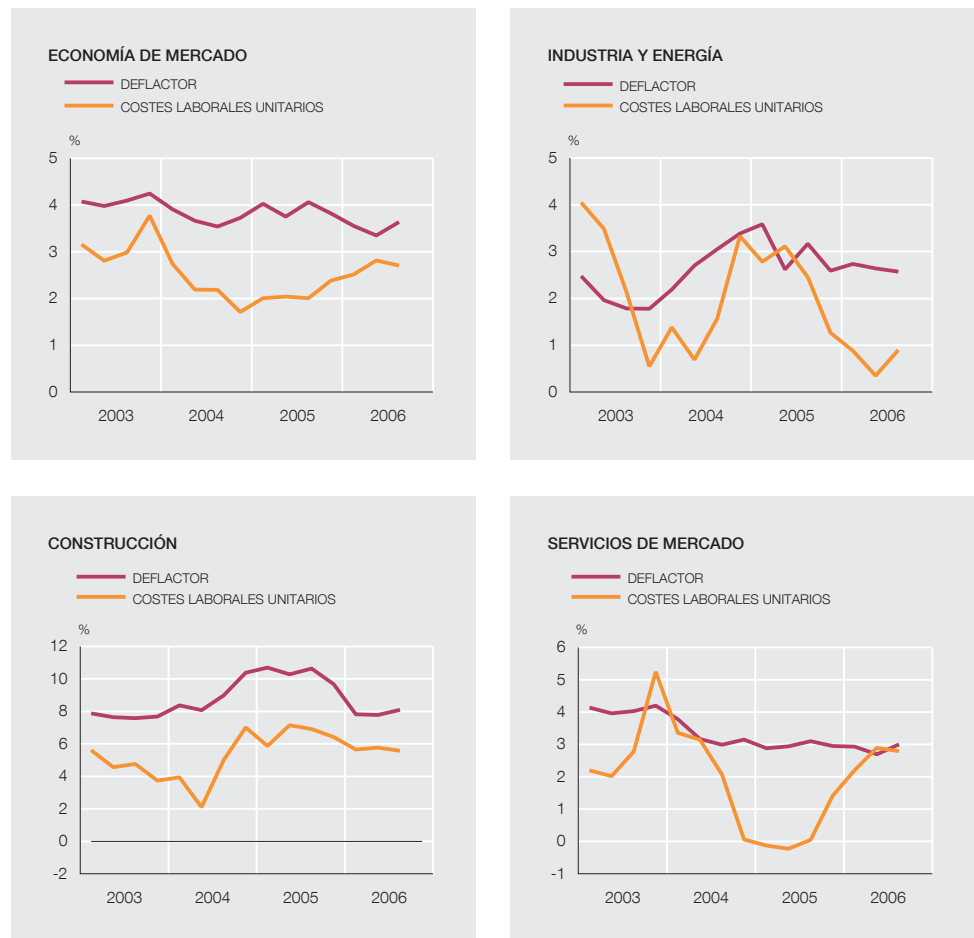
- a. Tasas de variación interanuales.
 b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
 c. Información de convenios colectivos hasta septiembre de 2006.
 d. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
 e. ETCL.

avance en el 2,7%. Por ramas de actividad se produjo un incremento generalizado del crecimiento de la remuneración media, con la excepción de la construcción, cuyo ritmo de avance interanual descendió hasta el 3,5%. El mayor repunte tuvo lugar en los servicios de mercado, que aumentaron 6 décimas, siendo los avances mucho más moderados en el resto de las ramas. La Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) reflejó un incremento del coste laboral por trabajador y mes del 3,5% en tasa interanual, una décima por encima del período precedente. El componente salarial se aceleró también de forma modesta, al pasar del 3% al 3,1%, mientras que los costes no salariales volvieron a aumentar sustancialmente, hasta el 4,9%.

La información sobre tarifas salariales pactadas en convenios colectivos muestra un incremento de las tarifas salariales del 3,2% para el presente año, cifra algo superior a la observada en el ejercicio precedente antes de incluir el impacto de las cláusulas de salvaguarda (3,1%). En los convenios revisados, el aumento registrado hasta agosto es del 3,16%, superior al del mismo período del año anterior, mientras que en los de nueva firma se ha pactado una subida ligeramente mayor (3,27%). En el presente año, los trabajadores han percibido atrasos correspondientes a 2005, por la activación de cláusulas de salvaguarda frente a la inflación, cuyo impacto se estima que tenga un efecto sobre la remuneración por asalariado de 0,9 pp. En los convenios registrados hasta agosto, las cláusulas de salvaguarda siguen presentes de forma mayoritaria, afectando al 81% de los trabajadores.

El mayor avance de la remuneración por asalariado en el segundo trimestre de 2006 se vio solo parcialmente compensado por un mayor incremento del valor añadido por ocupado, de forma que el coste laboral por unidad de valor añadido aumentó dos décimas su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 2,6%, para el conjunto de la economía. El deflactor del valor añadido, en cambio, redujo su crecimiento dos décimas, hasta el 3,4%, en tasa interanual, reflejando un comportamiento menos expansivo del excedente.

En la economía de mercado, el menor ritmo de avance del deflactor del valor añadido en el segundo trimestre fue el resultado de una desaceleración del deflactor en todas las ramas,

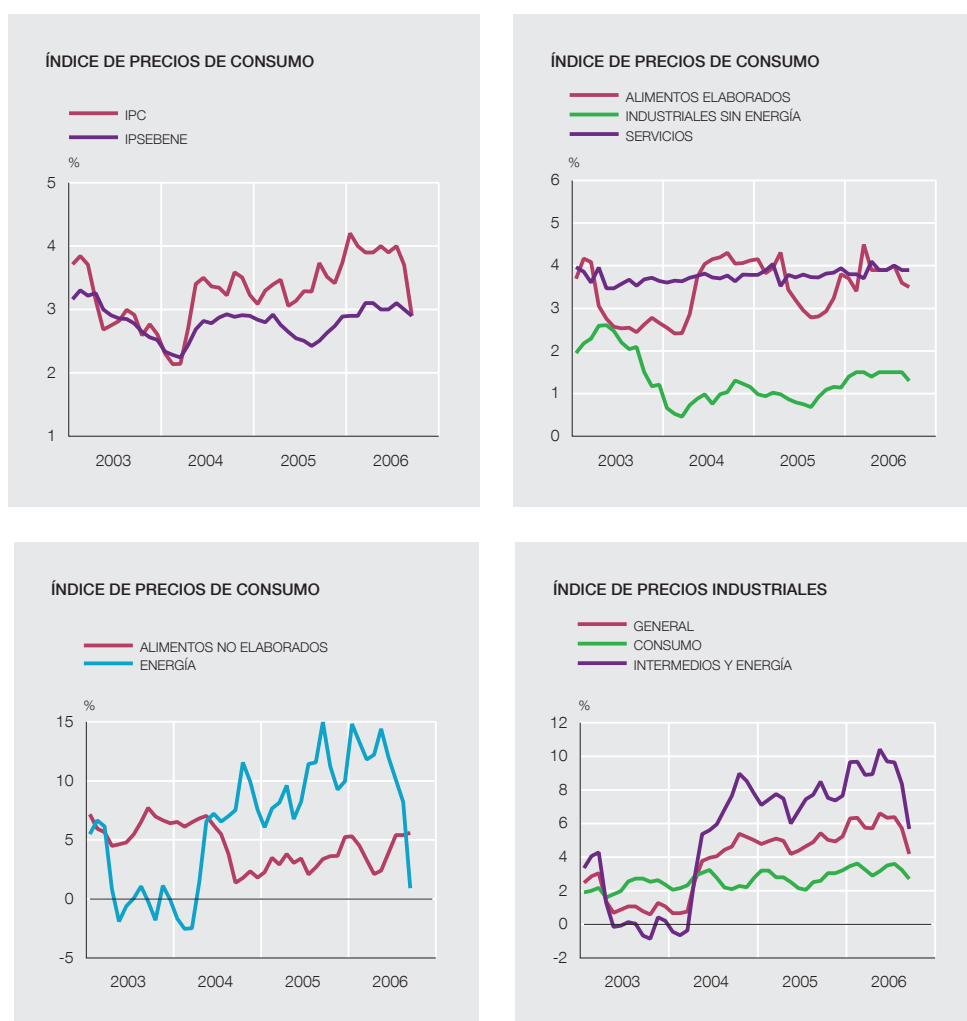


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

con la excepción de la construcción, que registró un ritmo de avance estable (véase gráfico 21). La reducción del crecimiento de los precios fue especialmente intensa en la agricultura, si bien continuó siendo la actividad con incrementos más moderados. La aceleración de los costes laborales unitarios se debió al fuerte repunte que experimentaron en los servicios de mercado y, en menor medida, en la construcción, reduciéndose la tasa de avance en las otras ramas. Como resultado de estas diferencias, los excedentes se redujeron en los servicios de mercado y en la agricultura. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre del año apuntan a una cierta ralentización de los costes laborales unitarios, salvo en la industria, debido a la aceleración de la remuneración por ocupado en este sector, pues su productividad ha seguido avanzando a un ritmo intenso. A diferencia del trimestre anterior, el crecimiento de los deflatores de todas las ramas se ha situado por encima del de los costes laborales unitarios, con lo que la mejora del excedente ha sido generalizada, lo que puede interpretarse como un síntoma del vigor de la demanda en este período.

En el segundo trimestre de 2006, la tasa interanual del deflactor de la demanda final disminuyó una décima, hasta el 4,1%, moderándose igualmente el deflactor de las importaciones, cuya tasa alcanzó el 4,4%, frente al 4,5% del trimestre anterior. El deflactor del PIB también fue algo menos expansivo, ya que se desaceleró una décima, situando su ritmo de avance interanual en el 4,3%. Por el lado del gasto, el deflactor del consumo privado moderó su incremento, en línea con el IPC, y redujo una décima su tasa de variación respecto al mismo período del año anterior, hasta



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

el 3,9%. Por su parte, el deflactor de la formación bruta de capital fijo y el de las exportaciones mantuvieron su ritmo de variación interanual en el 5% y 3,9%, respectivamente.

El índice de precios de consumo moderó ligeramente su tasa de variación en el segundo trimestre del año, de forma que su ritmo interanual de crecimiento se situó en el 3,9%, frente al 4% de los primeros meses del año. En el tercer trimestre, los precios de consumo han intensificado esta senda de desaceleración, recortando su tasa de avance cuatro décimas adicionales, hasta el 3,5%, fundamentalmente por la evolución menos expansiva de los precios del petróleo, pero también, en menor medida, por el resto de componentes. Desde agosto, el petróleo ha registrado un abaratamiento notable, que se ha trasladado a los precios de los combustibles, de forma que el IPC en septiembre alcanzó una tasa interanual del 2,9%, un ritmo de variación que no se alcanzaba desde los meses iniciales de 2004. Por su parte, el IPSEBENE ha mantenido estable su crecimiento en el segundo y tercer trimestres en el 3%, si bien en septiembre se redujo hasta el 2,9% (véase gráfico 22).

Entre los componentes que integran el IPSEBENE, los precios de los alimentos elaborados redujeron su crecimiento interanual 2 décimas en el tercer trimestre, hasta el 3,7%. La desaceleración

iniciada en el período abril-junio en los precios del aceite se ha intensificado en los meses de agosto y septiembre, si bien el crecimiento interanual de este componente todavía supera el 23%. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos presentaron un crecimiento del 1,4% en el promedio del tercer trimestre del año, similar al del trimestre precedente. El menor avance de los precios de los automóviles se vio compensado por el dinamismo de los precios del mobiliario, manteniéndose estable el ritmo de variación de los precios de las prendas de vestir y del calzado. Por último, los precios de los servicios permanecieron en el tercer trimestre en una tasa interanual media del 4%, con un menor empuje de los precios de los servicios de transporte, reflejo del favorable comportamiento de los combustibles, pero con una ralentización en el proceso de abaratamiento de las telecomunicaciones.

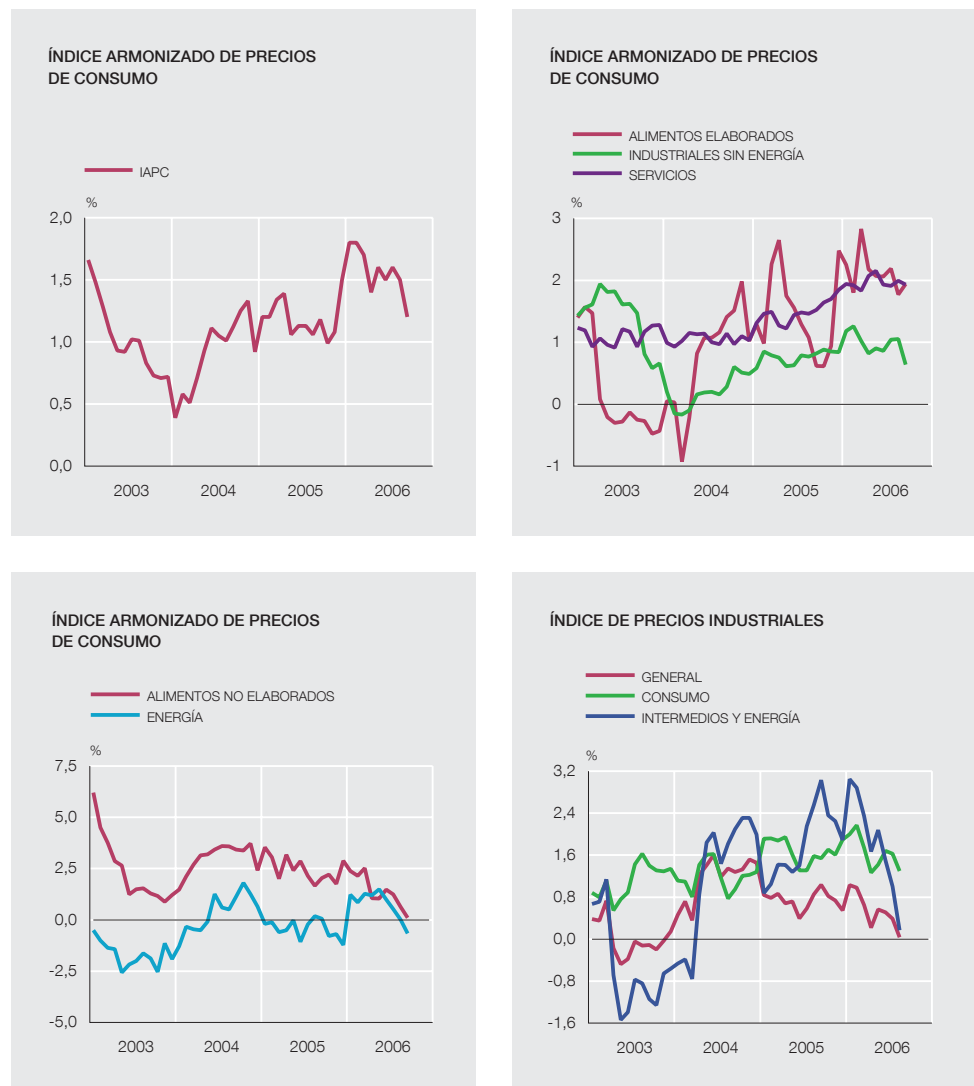
En cuanto a los componentes más volátiles del IPC, los precios de los alimentos no elaborados se encarecieron notablemente en el tercer trimestre, hasta situar su tasa promedio en el 5,5%, debido, sobre todo, a las alzas de precios de carnes y frutas. En el período julio-septiembre, el componente energético moderó su ritmo interanual hasta el 6,4%, 6,5 pp por debajo del correspondiente al segundo trimestre, aunque, en septiembre, la tasa de avance interanual llegó a reducirse hasta el 0,9%.

La inflación en España, medida por el IAPC, registró un recorte de cuatro décimas durante el tercer trimestre, con lo que la tasa interanual promedio se situó en ese período en el 3,6%. El descenso fue particularmente intenso en septiembre, cuando se alcanzó una tasa interanual del 2,9%. Por su parte, en el conjunto de la UEM la inflación en el tercer trimestre también se redujo cuatro décimas, hasta el 2,1%, y, por consiguiente, el diferencial en el promedio del trimestre se mantuvo en torno a 1,5 pp. Con todo, la mayor desaceleración de los precios en España en septiembre se ha traducido en una disminución del diferencial hasta 1,2 pp en dicho mes (véase gráfico 23). Por componentes, los mayores diferenciales se han registrado en los servicios y los alimentos elaborados, que se sitúan en torno a 2 pp. En el período más reciente, se ha observado un descenso considerable en los diferenciales de los componentes más volátiles, que en septiembre se han situado en 0,1 pp para los alimentos no elaborados y -0,7 pp para la energía. Por último, el diferencial de los bienes industriales no energéticos también se ha reducido apreciablemente en septiembre, hasta 0,6 pp.

El índice de precios industriales (IPRI) interrumpió en el tercer trimestre de 2006 la senda ascendente que venía registrando desde hace algo más de dos años. Así, su tasa de crecimiento interanual en septiembre se situó en el 4,2%, 2,1 pp por debajo de la de junio. El menor dinamismo refleja, en gran medida, la menor tasa de avance de los precios de producción de la energía, que registraron un descenso de 10,5 pp respecto a junio, hasta el 4,1%. Entre los otros componentes del IPRI, los precios de bienes de consumo también se desaceleraron, de forma que su ritmo de variación en septiembre fue del 2,7%, 0,8 pp menos que en junio. Los precios de producción de bienes intermedios se mantuvieron estables, mientras que los de bienes de equipo aumentaron ligeramente su tasa de avance, hasta el 2,5%. Con información hasta agosto, la moderación de los precios de producción ha sido algo menos intensa en la zona del euro que en España, de forma que el diferencial de precios industriales fue nulo en dicho mes. Por otra parte, los precios percibidos por los agricultores intensificaron su ritmo de avance, que se situó en el 3,8% en julio. Por último, los precios hoteleros mantuvieron crecimientos interanuales muy moderados, aumentando un 2,2% en agosto.

4.4 La actuación del Estado

El pasado 22 de septiembre el Gobierno aprobó en Consejo de Ministros el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2007. En él se fija como objetivo alcanzar un superávit para el conjunto de las AAPP del 0,7% del PIB en dicho año, en línea con lo establecido en el Programa Plurianual de Estabilidad Presupuestaria 2007-2009. Asimismo, según la informa-



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

ción contenida en las cifras de la Notificación del Protocolo de Déficit Excesivo de septiembre, se prevé que el saldo de Contabilidad Nacional (CN) del sector Administraciones Públicas cierre el año corriente con un superávit del 1,1% del PIB, igual al registrado en 2005. Por subsectores, la Administración Central registrará un superávit del 0,3% del PIB en 2006, mientras que las Comunidades Autónomas cerrarán el año con un déficit del 0,1% del PIB y las Corporaciones Locales mantendrán una posición de equilibrio. Por lo que respecta a la Seguridad Social, se prevé que obtenga un superávit en sus cuentas del 0,9% del PIB.

Según la metodología de la CN, las cuentas del Estado registraron un superávit acumulado hasta septiembre de 11.808 millones de euros (1,2% de PIB), saldo que resulta superior al superávit de 8.239 millones (0,9% del PIB) del mismo período del año 2005 (véase cuadro 3). El crecimiento acumulado de los recursos en el período enero-septiembre se eleva al 11,5%, mientras que los empleos aumentaron un 8,4%, cifras que, en ambos casos, resultan inferiores a la previsión para el conjunto del año ofrecida en el Avance de liquidación contenido en el Proyecto de Presupuestos del Estado, si bien es en los empleos donde la contención experi-

m€ y %								
	Liquidación 2005	Variación porcentual 2005/2004	Avance de liquidación 2006	Variación porcentual 2006/2005	Liquidación ENE-JUN Variación porcentual 2006/2005	Liquidación		
						2005 ENE-SEP	2006 ENE-SEP	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	128.777	12,2	138.167	7,3	9,9	92.093	99.683	8,2
Impuestos directos	70.665	20,4	78.482	11,1	15,0	47.896	54.929	14,7
<i>IRPF</i>	35.953	18,2	38.445	6,9	12,2	27.372	30.780	12,5
<i>Sociedades</i>	32.496	24,9	37.478	15,3	21,3	18.888	22.280	18,0
<i>Otros (a)</i>	2.215	-1,3	2.559	15,5	23,3	1.636	1.869	14,2
Impuestos indirectos	44.618	7,9	47.427	6,3	12,3	34.672	36.520	5,3
<i>IVA</i>	32.009	10,0	34.452	7,6	15,6	25.116	27.006	7,5
<i>Especiales</i>	9.795	0,5	9.932	1,4	-0,5	7.456	7.251	-2,8
<i>Otros (b)</i>	2.813	12,9	3.043	8,2	9,7	2.100	2.264	7,8
Otros ingresos	13.494	-8,7	12.258	-9,2	-16,6	9.526	8.234	-13,6
2 PAGOS NO FINANCIEROS	122.755	7,0	130.951	6,7	1,5	88.494	92.771	4,8
Personal	20.677	6,1	22.439	8,5	7,7	14.861	15.912	7,1
Compras	3.388	-3,5	3.834	13,2	3,7	2.223	2.386	7,3
Intereses	17.831	6,4	15.520	-13,0	-19,2	15.421	13.139	-14,8
Transferencias corrientes	64.541	5,8	71.661	11,0	5,9	46.002	51.490	11,9
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	8.978	26,4	9.258	3,1	4,8	5.446	5.466	0,4
Transferencias de capital	7.341	6,8	8.238	12,2	-7,1	4.541	4.377	-3,6
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	6.022	...	7.216	...	...	3.599	6.913	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Recursos no financieros	126.811	11,9	143.587	13,2	13,7	91.978	102.543	11,5
Empleos no financieros	123.550	0,7	140.933	14,1	6,7	83.739	90.735	8,4
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN	3.261	...	2.654	...	...	8.239	11.808	...
En porcentajes del PIB	0,4		0,3			0,9	1,2	

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.
b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

mentada hasta ahora es más acusada. El Avance de liquidación adelanta un superávit del Estado de 2.654 millones de euros (un 0,3% del PIB). En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, véase recuadro 4.

En términos de caja, el Estado obtendrá en 2006 un superávit de 7.216 millones de euros según el Avance de liquidación, en marcado contraste con el déficit previsto en el documento presupuestario inicial, cifrado en 5.360 millones de euros. Esta diferencia se produce como consecuencia de los mayores ingresos en la recaudación impositiva (especialmente en los impuestos directos e IVA) y en los otros ingresos, y de unos pagos inferiores a los presupuestados, principalmente por efecto de los menores intereses y, probablemente, de la utilización solo parcial del Fondo de Contingencia.

La ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre se saldó con un superávit de 6.913 millones de euros, mejorando notablemente el superávit de 3.599 millones registrado en el mismo período del año anterior. En el tercer trimestre del año se ha observado una desaceleración en los ingresos, que registraron un aumento del 8,2% en el acumulado hasta septiem-

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 8.994 millones de euros hasta julio de 2006, superior en 1.561 millones de euros (un 21%) al registrado en el mismo período del año precedente, lo que supone una ejecución más favorable que hasta abril. Los ingresos no financieros se aceleraron levemente en los últimos meses y situaron su crecimiento en el 9,5%, mientras que los pagos mantuvieron su ritmo de crecimiento en el 7,7%.

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron un incremento del 9% hasta julio, por encima del 8,6% registrado hasta abril. El crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social se ha desacelerado en estos últimos meses, en la medida en que ya no está afectado por el calendario de regularización de extranjeros, alcanzando una tasa del 4,6% hasta septiembre de 2006. Sin embargo, está ligeramente por encima de la registrada en el conjunto del año anterior, lo que refleja el dinamismo observado en el mercado de trabajo.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas registró una tenue aceleración y se incrementó un 7,8% hasta julio, por encima del 7,2% presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas mantiene un ritmo de crecimiento elevado, del 2,6% hasta ese mes, muy superior al registrado en el conjunto del año anterior (un 1,3%), debido, en parte, al efecto del reconocimiento

de la compatibilidad de las pensiones del antiguo Seguro Obrero de Vejez e Invalidez con las pensiones de viudedad¹. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se aceleró hasta el 10,2% en julio, una tasa que todavía está por debajo de la previsión presupuestaria.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 9,7% hasta mayo, por encima de lo presupuestado, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 15,6% hasta el mismo mes, también por encima de la previsión presupuestaria.

Por otra parte, el gasto del SPEE destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 6,9% hasta julio (tasa de crecimiento superior al incremento del 6,7% registrado en el conjunto del año 2005) y el número de beneficiarios creció un 3,1% (frente al 3,3% de crecimiento observado en 2005). Dicha evolución se produjo por el aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 62,5% hasta julio de 2006, por encima del nivel con que terminó 2005 (que fue del 60,7%), y a pesar de la caída del paro registrado, que llegó a reducirse un 1,2% en julio de 2006, frente a la caída del 1,1% en el conjunto del año anterior.

1. Ley 9/2005, de 6 de junio.

SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos

m€ y %

	Presupuesto			ENE-ABR		Liquidación ENE-JUL	
	2005	2006	% variación	% variación	2005	2006	% variación
	1	2	3 = 2/1	4	5	6	7 = 6/5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	90.040	97.547	8,3	9,1	54.461	59.652	9,5
1.1 Cotizaciones sociales (c)	83.915	90.625	8,0	8,6	50.973	55.556	9,0
1.2 Transferencias corrientes	4.874	5.295	8,6	9,0	2.906	3.177	9,3
1.3 Otros (d)	1.251	1.628	30,1	45,7	582	920	58,1
2 PAGOS NO FINANCIEROS	84.100	90.562	7,7	8,0	47.028	50.658	7,7
2.1 Personal	1.998	2.165	8,4	4,4	1.186	1.242	4,7
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.566	1.733	10,7	16,6	857	986	15,1
2.3 Transferencias corrientes	80.060	86.133	7,6	8,0	44.883	48.277	7,6
Prestaciones	80.059	80.059	7,6	8,0	44.883	48.276	7,6
Pensiones contributivas	68.905	73.832	7,2	7,7	38.569	41.592	7,8
Incapacidad temporal	5.925	6.656	12,3	6,2	3.271	3.604	10,2
Resto	5.229	5.644	7,9	13,9	3.042	3.080	1,2
2.4 Otros (e)	476	530	11,4	-18,7	102	152	49,2
3 SALDO NO FINANCIERO	5.940	6.986	17,6	12,6	7.433	8.994	21,0

FUENTES: Ministerios de Hacienda y de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social no están disponibles hasta julio de 2005.

b. Las transferencias del ISM a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales asumidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1997.

c. Incluye recargos y multas.

d. Excluye recargos y multas.

e. Minorados por la enajenación de inversiones.

bre, frente al 9,9% registrado hasta junio, en tanto que los pagos se aceleraron, pasando a registrar un crecimiento del 4,8%, frente al 1,5% de la primera mitad del año.

Para el análisis de los ingresos se cuenta con información sobre la recaudación de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado, que es la única que recoge el cuadro 3, como de la parte que corresponde a las Comunidades Autónomas. Esa información agregada resulta más ilustrativa para evaluar la recaudación impositiva. Las cifras de recaudación total indican que los ingresos tributarios se ralentizaron ligeramente durante el tercer trimestre como consecuencia de la menor pujanza de los impuestos indirectos, mientras que los impuestos directos se aceleraron. Por su parte, los Otros ingresos moderaron las caídas que experimentaron durante el primer semestre. Tanto el IRPF como el impuesto sobre sociedades mantuvieron ritmos de recaudación superiores al 13%: en el primer caso, sostenidos por las retenciones sobre rentas del trabajo (con crecimientos superiores al 10%), por las retenciones sobre el capital mobiliario (que crecieron al 27,7%) y por las retenciones sobre las ganancias en fondos de inversión (con un crecimiento superior al 35% hasta septiembre), y, en el segundo caso, por los beneficios empresariales. En ambos impuestos, la recaudación debería avanzar a un ritmo sustancialmente menor en el último trimestre, si ha de cumplirse la previsión del Avance de liquidación, que apunta a crecimientos en el conjunto del año 2006 del 9,4% en el IRPF y del 15,3% en el impuesto sobre sociedades. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA se desaceleró notablemente, hasta el 8,2%, debido a la ejecución de solicitudes de devolución. Se espera que el ritmo de crecimiento de la recaudación por IVA se mantenga estable en los últimos meses, acercándose la recaudación hacia un crecimiento del 7,7%, según lo previsto en el Avance de liquidación. Los impuestos especiales han registrado un aumento modesto en relación con el mismo período del año anterior, debido, en gran medida, a la moderación del consumo de tabaco y la evolución de los precios en el caso del impuesto sobre hidrocarburos. El Avance de liquidación, por contra, prevé un mayor vigor de la recaudación de los impuestos especiales, hasta un crecimiento del 3,5% en el conjunto del año. Finalmente, el ritmo de caída de las rúbricas agrupadas dentro de los Otros ingresos se moderó, hasta registrar una reducción del 13,6% hasta septiembre, debido a que el aumento de las transferencias corrientes, los ingresos patrimoniales y la enajenación de inversiones reales compensaron las caídas de las tasas y las transferencias de capital. En el Avance de liquidación se estima una mejora adicional en la última parte del año, debida, sobre todo, al capítulo de tasas y al de transferencias de capital.

Por lo que respecta a los pagos, la aceleración que tuvo lugar en el tercer trimestre vino marcada principalmente por la de los pagos corrientes. Así, mientras que los pagos de personal moderaron su ritmo de crecimiento, los intereses redujeron los ritmos de caída registrados en la primera parte del año, y las transferencias corrientes y las compras se aceleraron notablemente en estos meses, hasta casi doblar sus tasas de crecimiento. En todos los casos, salvo para el caso de los gastos de personal, que también deberían mostrar menos vigor en los últimos meses, estas mismas tendencias podrían continuar en la última parte del año, según se desprende de las cifras proporcionadas por el Avance de liquidación para el cierre del año. Por último, los pagos de capital acentuaron su caída en este trimestre, debido a la fuerte ralentización experimentada por el capítulo de inversiones reales, que permaneció prácticamente estancado. Al igual que con los pagos corrientes, el Avance de liquidación prevé una aceleración de estos pagos en la última parte del año.

4.5 La balanza de pagos y la cuenta de capital de la economía

En el conjunto de los siete primeros meses de 2006, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 50.132 millones de euros, un 42% por encima del contabilizado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 4). En estos meses, el déficit por cuenta corriente se incrementó un 32%, hasta 52.505 millones de euros, a la vez que descendió el superávit por operaciones de capital (-45%), que se situó en 2.372 millones

Millones de euros		ENERO-JULIO	
		2005	2006
INGRESOS	Cuenta corriente	155.206	173.563
	<i>Mercancías</i>	90.686	100.973
	<i>Servicios</i>	41.177	43.945
	— Turismo	20.204	19.959
	— Otros servicios	20.973	23.985
	<i>Rentas</i>	15.868	20.490
	<i>Transferencias corrientes</i>	7.476	8.155
	Cuenta de capital	4.767	3.322
	Cuentas corriente + capital	159.973	176.885
PAGOS	Cuenta corriente	194.889	226.068
	<i>Mercancías</i>	128.035	146.015
	<i>Servicios</i>	29.424	35.531
	— Turismo	6.495	7.270
	— Otros servicios	22.929	28.261
	<i>Rentas</i>	26.451	32.497
	<i>Transferencias corrientes</i>	10.978	12.025
	Cuenta de capital	491	950
	Cuentas corriente + capital	195.380	227.018
SALDOS	Cuenta corriente	-39.683	-52.505
	<i>Mercancías</i>	-37.350	-45.042
	<i>Servicios</i>	11.752	8.414
	— Turismo	13.709	12.689
	— Otros servicios	-1.956	-4.275
	<i>Rentas</i>	-10.583	-12.007
	<i>Transferencias corrientes</i>	-3.502	-3.870
	Cuenta de capital	4.276	2.372
	Cuentas corriente + capital	-35.407	-50.132

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

de euros. Dentro de las operaciones corrientes, se produjo un deterioro generalizado en los saldos de las principales partidas, que resultó especialmente intenso en el déficit comercial, el superávit de servicios y el desequilibrio de rentas, y, en menor medida, en la rúbrica de transferencias corrientes netas.

En el período enero-julio, el déficit de la balanza comercial se incrementó en 7.692 millones de euros sobre idéntico período del año anterior, hasta 45.042 millones de euros; en tasa interanual, el saldo negativo aumentó un 21%, de forma que se prolonga el deterioro de los dos ejercicios anteriores. A pesar de la importante recuperación que reflejaron los flujos reales de exportación en este período, el repunte de las importaciones reales y el fuerte empeoramiento de la relación real de intercambio —por el encarecimiento del crudo— propiciaron esta desfavorable evolución del desequilibrio nominal. No obstante, desde el segundo trimestre de 2006 se ha atenuado el ritmo de avance del déficit comercial, gracias al crecimiento más moderado del desequilibrio del comercio no energético.

La balanza de servicios en los siete primeros meses de 2006 se saldó con un superávit de 8.414 millones de euros, 3.338 millones por debajo del contabilizado en los mismos meses del año anterior: este deterioro se explica tanto por el descenso de 1.019 millones de euros

que experimentó el superávit turístico como, en mayor medida, por el aumento del déficit de servicios no turísticos, que se incrementó en 2.319 millones de euros. Los ingresos turísticos descendieron un 1,2% en el período enero-julio, en términos nominales, si bien los últimos datos han marcado cierta mejora, con tasas positivas del 4,5% en junio y del 1% en julio. Por su parte, los pagos turísticos aumentaron un 11,9% hasta julio, aunque a partir del segundo trimestre se ha ralentizado el fuerte ritmo de avance que les había caracterizado en los dos ejercicios anteriores. Esta evolución de ingresos y pagos se ha traducido en un descenso del 7,4% del superávit turístico.

El saldo negativo de la balanza de rentas se amplió un 14% en el conjunto de los siete primeros meses de 2006, hasta 12.007 millones de euros, lo que supone un aumento de 1.424 millones en relación con el observado en idénticas fechas del año precedente. Los ingresos crecieron a un ritmo muy elevado en este período (29%), destacando el notable incremento que registraron los correspondientes al sector financiero, al tiempo que los pagos anotaron también un fuerte avance (23%), reflejo del dinamismo de los pagos realizados por las instituciones financieras monetarias y, en mayor medida, por el sector privado no financiero, que compensaron el descenso de los pagos efectuados por las AAPP.

El saldo de la balanza de transferencias corrientes acumuló hasta julio un déficit de 3.870 millones de euros, superior en 367 millones al déficit registrado en el mismo período del año anterior. Los ingresos se incrementaron un 9,1%, debido a la evolución favorable que mostraron los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía, una de sus principales partidas, mientras que retrocedieron las transferencias comunitarias del Fondo Social Europeo. Los pagos, por su parte, crecieron a un ritmo similar (9,5%), impulsados, de nuevo, por el fuerte incremento de los pagos por remesas de emigrantes (36,1%) y por los aumentos en los pagos destinados a las arcas comunitarias en los renglones de Recurso IVA y de Recursos propios tradicionales, que se vieron compensados por el descenso de los pagos por Recurso PNB.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 2.372 millones de euros en el conjunto de los siete primeros meses del ejercicio actual, arrojando un descenso de 1.904 millones de euros en relación con las mismas fechas del año anterior. Este deterioro se explica, en parte, por el retroceso que experimentaron los diferentes fondos estructurales, especialmente el FEDER, aunque también disminuyeron las transferencias del FEOGA-Garantía y del Fondo de Cohesión. Además, los pagos registraron un incremento muy abultado, especialmente en las rúbricas de enajenación de activos inmateriales, así como en la de transferencias de capital realizadas por el sector privado.

5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

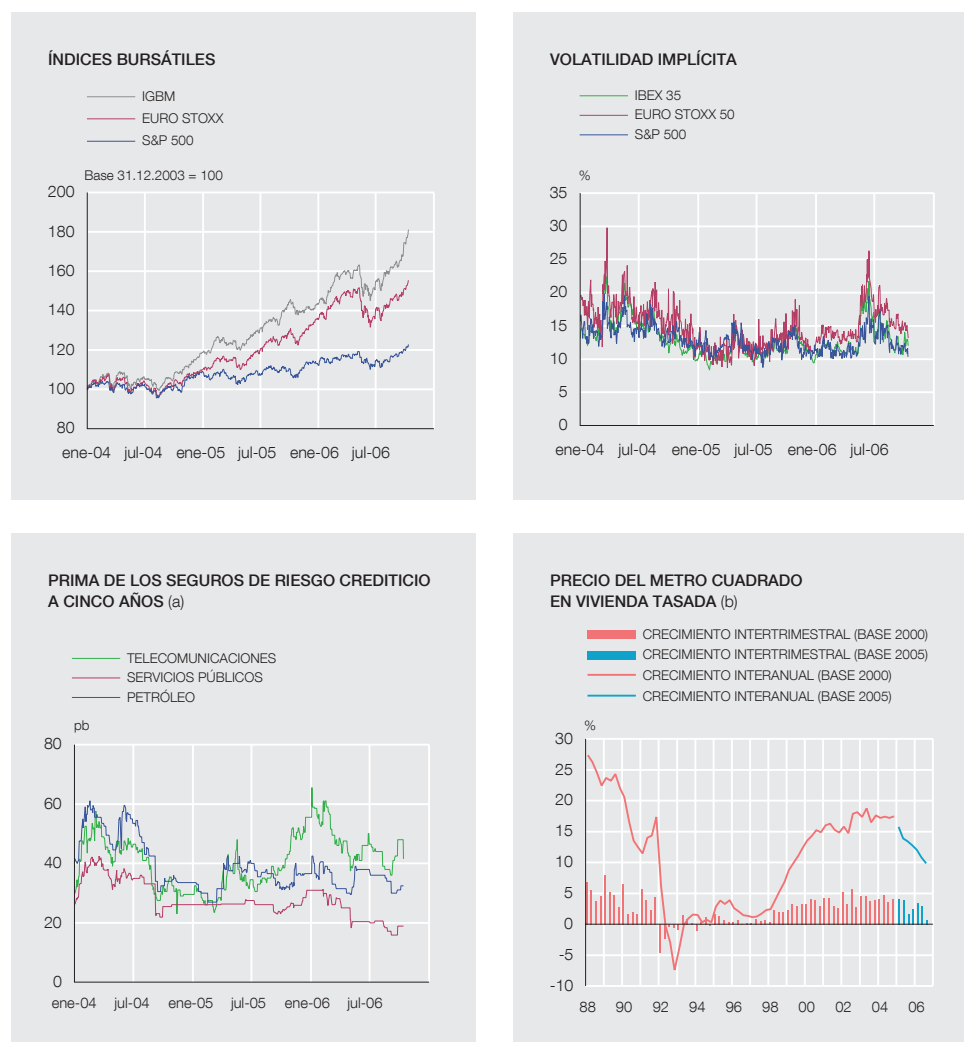
Durante el tercer trimestre de 2006 continuó la pauta de progresivos ascensos en los tipos de interés de los mercados monetarios. Así, en septiembre el nivel medio del EURIBOR a un año se situó en el 3,7%, 31 pb por encima del valor observado a finales del primer semestre. En línea con esta evolución, durante julio y agosto aumentó el coste de los préstamos bancarios a los hogares y a las sociedades. En cambio, se interrumpió la trayectoria descendente del precio de la deuda pública española a largo plazo, de forma que el rendimiento del bono a diez años alcanzó el 3,8%, 22 pb menos que el dato de junio. Este desarrollo, junto con la estabilidad de las primas de riesgo crediticio de las empresas españolas, determinó una reducción del coste medio de la financiación con valores de renta fija a largo plazo de las compañías.

En las bolsas nacionales e internacionales, el comportamiento expansivo de los resultados empresariales y los descensos del precio del petróleo durante la segunda mitad del tercer trimestre propiciaron el avance de las cotizaciones y la reducción de su volatilidad. Los índices de los mercados españoles se vieron adicionalmente beneficiados por algunas operaciones corporativas. De este modo, a finales de septiembre, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una ganancia del 21,9% desde principios de año, evolución mucho más favorable que la del EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM, que se incrementó un 11,9% durante el mismo período, o la del S&P 500 de las compañías americanas, que se revalorizó un 7% (véase gráfico 24).

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos publicados por el Ministerio de la Vivienda, durante el tercer trimestre se mantuvo la tónica de comportamiento de los precios que se viene observando desde principios del año precedente. Así, la tasa de crecimiento interanual de los correspondientes a la vivienda libre se situó en septiembre en el 9,8%, lo que supone una reducción de un punto porcentual respecto a marzo. Se confirma de este modo la tendencia a la desaceleración que refuerza la verosimilitud de un escenario de ajuste ordenado y gradual en este mercado.

A pesar del aumento de los tipos de interés, los pasivos del sector privado siguieron aumentando a una velocidad elevada entre abril y junio. En el caso de las familias, el incremento interanual fue similar al de los primeros meses del año (próximo al 21%). Por componentes, continuó la pauta de suave desaceleración que se viene apreciando desde principios del ejercicio en la deuda para adquisición de vivienda, aunque esta crecía todavía al 23%. En cambio, la financiación a los hogares para consumo y otros fines volvió a experimentar un marcado dinamismo, y se expandía en esa misma fecha cerca del 16% en relación con el mismo período de 2005. Por su parte, los recursos ajenos de las sociedades mantuvieron un ritmo de avance en el entorno del 24%, desarrollo que se explica fundamentalmente por el comportamiento de los préstamos concedidos por las entidades residentes, si bien resulta significativo el renovado auge de la emisión de valores de renta fija. El desglose por actividades productivas del crédito bancario muestra que de nuevo se registraron elevadas tasas de crecimiento en los préstamos destinados a la construcción y, sobre todo, a los servicios inmobiliarios. La información provisional disponible apunta que entre julio y septiembre se mantuvieron las mismas tendencias del trimestre anterior en lo que se refiere a la evolución de la financiación, si bien se observó cierta aceleración en el endeudamiento empresarial.

El dinamismo de los fondos recibidos por las familias, muy superior al de sus rentas, y el ascenso del coste de financiación hicieron que, durante el segundo trimestre, volviese a elevarse el grado



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Ministerio de la Vivienda y Banco de España.

a. Primas medias ponderadas por activos.

b. Nueva estadística a partir de 2005.

de presión financiera que soportan, tendencia que, según la información provisional disponible, se habría mantenido entre julio y septiembre. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) siguieron aumentando, al tiempo que descendió nuevamente la capacidad de ahorro tras descontar las obligaciones financieras de la deuda y se incrementaron una vez más las necesidades de financiación de los hogares (véase cuadro 5). No obstante, la riqueza neta de estos agentes evidenció nuevos avances, gracias a la revalorización de la vivienda, lo que contribuyó a reforzar la solidez de su situación patrimonial.

En el caso de las sociedades no financieras también las ratios de endeudamiento y de carga financiera siguieron elevándose durante el segundo trimestre, al tiempo que la rentabilidad de los recursos propios se mantuvo en niveles similares a los de marzo. La información provisional de los meses posteriores apunta a una continuidad de estas mismas tendencias. Por otra parte, de acuerdo con las Cuentas Financieras, las necesidades de financiación de las empresas aumentaron nuevamente entre abril y junio. Los datos, para el mismo período, de las compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, evidencian un comportamiento similar al observado a nivel del conjunto del sector en el volumen de financiación y en los pagos por intereses en relación con los beneficios.

% del PIB (a)									
	2001	2002	2003	2004	2005			2006	
					II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Economía nacional	-3,5	-2,7	-2,9	-4,8	-5,9	-6,1	-6,5	-7,1	-7,5
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-4,2	-3,5	-3,9	-5,3	-6,7	-7,4	-8,4	-9,5	-10,5
<i>Sociedades no financieras</i>	-5,2	-4,2	-4,1	-4,6	-5,5	-6,3	-7,0	-8,0	-8,8
<i>Hogares e ISFLSH</i>	1,1	0,7	0,1	-0,6	-1,1	-1,1	-1,3	-1,5	-1,7
Instituciones financieras	1,2	1,2	1,0	0,6	0,4	0,4	0,7	0,6	0,7
Administraciones Públicas	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	0,3	0,8	1,1	1,8	2,3
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (b)	-10,0	-8,6	-8,4	-8,9	-10,5	-11,0	-11,2	-14,4	-15,1

FUENTE: Banco de España.

a. CNE, base 2000.

b. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

Sin embargo, el efecto de estas variables sobre los indicadores sintéticos de presión financiera fue más que compensado por la mejora de la rentabilidad del capital.

La nueva contracción en el ahorro financiero de las empresas y las familias no fue compensada por el incremento de los recursos financieros de las AAPP, de modo que las necesidades de financiación de la nación aumentaron hasta situarse en un nivel equivalente al 7,5% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 7,1% de marzo. Estos fondos se han seguido canalizando básicamente mediante el endeudamiento frente al resto del mundo de las instituciones financieras.

En definitiva, la situación patrimonial de las familias y las empresas continúa siendo sólida, si bien está cada vez más expuesta a variaciones adversas en algunas variables como las rentas, el precio de los activos y el coste de financiación, lo que resulta especialmente relevante en escenarios de desaceleración del valor de la vivienda y de incremento de los tipos de interés. Por tanto, se mantienen los factores de riesgo de naturaleza financiera, comentados en anteriores informes, sobre las perspectivas macroeconómicas de medio plazo.

5.2 El sector hogares

Durante el tercer trimestre de 2006 continuó el paulatino encarecimiento de la deuda de los hogares. Así, durante julio y agosto, los tipos de interés aplicados por la banca en las nuevas operaciones de crédito para adquisición de la vivienda y para consumo y otros fines se incrementaron en 22 pb y 63 pb, respectivamente, con lo que el coste de estos fondos acumula ascensos en el entorno del punto porcentual en relación con los valores de finales del año pasado. Por lo que se refiere a los criterios de concesión, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), las entidades no esperaban cambios significativos durante el mismo período. Asimismo, de la evolución reciente de la relación entre los fondos recibidos y el valor de los inmuebles en los préstamos hipotecarios se infiere también un mantenimiento de las condiciones de oferta crediticia (véase recuadro 5).

El endurecimiento creciente de las condiciones de financiación que se viene observando desde finales del ejercicio pasado no ha impedido que la deuda de las familias mantenga un elevado dinamismo, similar al de los meses anteriores, con un avance en junio del 21% en rela-

La relación entre el importe de los préstamos hipotecarios y el valor del inmueble que sirve de garantía en estos créditos (RPV), habitualmente conocida por el nombre inglés de *loan-to-value ratio*, es un indicador útil para analizar los cambios en los criterios de concesión aplicados por las instituciones crediticias. Así, un incremento de la ratio reflejará, normalmente, una relajación de las condiciones de oferta, aunque hay que tener en cuenta que en la determinación de su nivel influyen también elementos de demanda (por ejemplo, si los prestatarios disponen de otros recursos acumulados previamente). La RPV es también relevante para conocer el riesgo soportado por los prestamistas en este tipo de operaciones.

La base de datos elaborada por el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles (CRPME) en relación con los créditos hipotecarios permite analizar con bastante detalle la evolución y el nivel de la RPV, ya que en ella aparecen tanto la cuantía de los préstamos como el valor de tasación de los inmuebles para cada una de las operaciones realizadas a partir de 2004¹.

En el panel izquierdo del gráfico adjunto se muestra el histograma de la RPV, calculado con todos los créditos hipotecarios concedidos a personas físicas en transacciones con vivienda libre durante el primer semestre de 2006. Durante este período, la media y la mediana de la ratio se situaron en el 63% y 65%, respectivamente. Se observa, no obstante, que, aunque la mayoría de los datos se encuentra en torno a esos valores, existe una elevada dispersión. Así, por ejemplo, algo más del 24% de las transacciones muestra una RPV por debajo del 50%. Por otra parte, destaca la concentración de operaciones en ni-

veles de la RPV en los entornos del 80% y el 100%. En el primer caso, la acumulación se explica por factores regulatorios. En concreto, conviene recordar que a partir de esa cifra las entidades se ven obligadas a incrementar las provisiones (Circular 4/2004) y a consumir más recursos propios (Circular 5/1993)². Además, según la Ley del Mercado Hipotecario (Ley 2/1981), los préstamos con una ratio superior a esa cuantía no pueden ser usados, de forma general, como garantía en las emisiones de cédulas hipotecarias. La barrera del 100% responde, lógicamente, a motivos de prudencia en la gestión interna de los riesgos por parte de las entidades, que, de hecho, exigen habitualmente garantías complementarias para la concesión de estos créditos e, incluso, suelen asegurarlos adicionalmente.

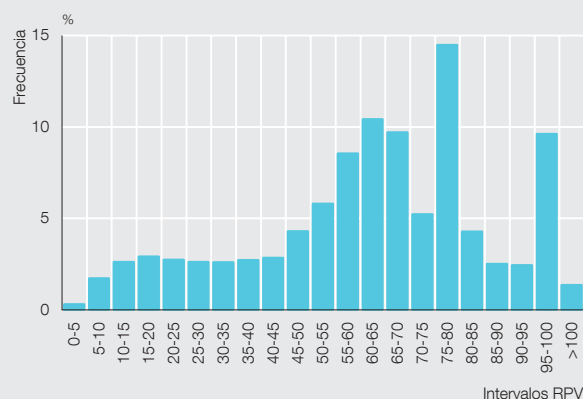
En el panel derecho del gráfico adjunto se presenta la evolución temporal de algunos percentiles relevantes de la distribución de la RPV entre enero de 2004 y junio de 2006. La característica más destacable es la estabilidad que presentan estos estadísticos a lo largo de la muestra analizada. Así, por ejemplo, el porcentaje de préstamos con una ratio superior al 80% ha oscilado en un estrecho rango alrededor del 19%. La reducida variabilidad de la distribución sugiere que durante este período no se registraron grandes cambios ni en las condiciones de demanda ni en los criterios de concesión por parte de las entidades.

La estadística del CRPME no contiene, en cambio, información sobre características relevantes que cabría esperar que afectasen a la RPV como, por ejemplo, el tipo de vivienda sobre el que se formaliza la hipoteca. En este sentido, las encuestas realizadas por la Asociación

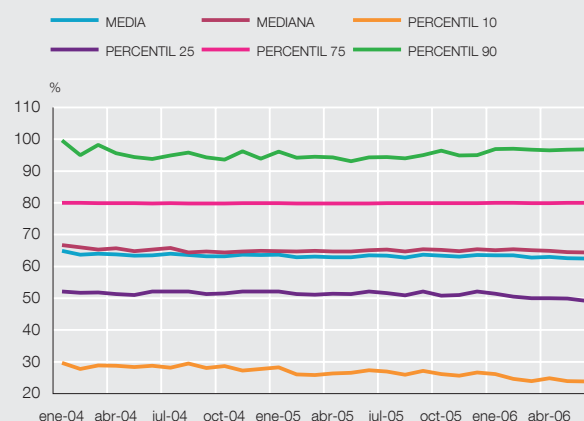
1. Concretamente, aparece el valor de tasación tras descontar los gastos asociados a una eventual subasta del inmueble.

2. En concreto, la totalidad de los préstamos que superen ese umbral se ven sometidos a este tratamiento menos favorable y no el importe que excede de dicho límite.

1 DISTRIBUCIÓN DE LA RPV DE LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS (a) (b)



2 EVOLUCIÓN DE LA RPV EN LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS (a)



FUENTES: Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y Banco de España.

a. Préstamos hipotecarios sobre viviendas libres contratados por personas físicas.
b. Datos elaborados con los préstamos constituidos entre enero y junio de 2006.

Hipotecaria Española (AHE) entre sus asociados con datos del período 2004-2005 revelan que la RPV media es algo más elevada en el caso de las residencias habituales (72%, frente al 65% que se obtiene para las secundarias). La ratio es asimismo mayor cuando se trata de una primera adquisición de vivienda habitual (80%, frente al 55% correspondiente a la segunda y sucesivas transacciones). Es interesante señalar, además, la consistencia entre estos datos y los del CRPME, pues proporcionan un nivel medio de la RPV relativamente estable durante 2004 y 2005 en el entorno del 65%.

Es probable que la diferencia entre la RPV para las viviendas habituales y secundarias responda, fundamentalmente, a factores de oferta, habida cuenta de que los préstamos para estas últimas comportan, normalmente, mayores riesgos. Sin embargo, la discrepancia entre la ratio de la primera y la de las sucesivas adquisiciones podría explicarse en mayor medida por elementos de demanda, puesto que es previsible que quienes cambian de residencia principal dispongan de un mayor volumen de recursos acumulados.

ción con el mismo período de 2005. El crédito para la adquisición de vivienda continuó siendo la partida más expansiva de este agregado, ya que, a pesar de presentar una ligera desaceleración, su ritmo de crecimiento interanual siguió siendo alto (23%). Por su parte, los fondos destinados al consumo y otros fines mostraron una nueva aceleración y su tasa de variación se situó alrededor del 16%. Aunque la información disponible no permite identificar con mayor precisión el destino final de estos recursos, su evolución parece consistente con el repunte de la demanda de préstamos percibida durante el segundo trimestre por las entidades participantes en la EPB, ligada al gasto en bienes duraderos.

Por su parte, la inversión en activos financieros experimentó un ligero repunte entre abril y junio y representó un 10,7% del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,1 pp más que en marzo (véase cuadro 6). Por instrumentos, estas adquisiciones continuaron concentrándose en los de menor riesgo (efectivo y depósitos). Dentro de estos, los depósitos a plazo, que están incluidos en la rúbrica de otros depósitos y valores de renta fija, experimentaron un notable dinamismo, mientras que, por el contrario, los medios de pago se desaceleraron. Al igual que en el trimestre anterior, las compras netas de acciones fueron nulas y volvió a disminuir la importancia relativa de las suscripciones netas de fondos de inversión y de los flujos materializados en reservas técnicas de seguros.

El rápido ritmo de expansión de la financiación hizo que la ratio de endeudamiento de los hogares continuara creciendo y en junio se situó en el 120% de la RBD (véase gráfico 25). Esta evolución, unida al encarecimiento de los fondos, explica que la carga financiera asociada haya vuelto a aumentar, de modo que, en la misma fecha, suponía casi el 15% de la RBD. El incremento de los pagos por amortización de la deuda asumida en relación con la RBD, junto con la estabilidad de la tasa de ahorro bruto, produjeron un retroceso adicional en la capacidad de ahorro una vez descontadas las obligaciones asociadas a los créditos contraídos. Asimismo, de acuerdo con las Cuentas Financieras, en este período la necesidad de financiación de las familias volvió a incrementarse y equivalía ya al 1,7% del PIB en términos acumulados de doce meses. No obstante, el todavía elevado dinamismo del precio de la vivienda hizo que, a pesar del ascenso de los pasivos, la riqueza neta del sector continuase avanzando, aunque a un ritmo menor que durante los últimos años, amortiguando con ello el mayor grado de presión financiera que se deriva de los indicadores anteriores.

5.3 El sector de sociedades no financieras

En el caso de las sociedades, el coste de la deuda bancaria también continuó aumentando en el tercer trimestre. Así, el tipo de interés de los préstamos hasta un millón de euros se elevó durante julio y agosto en 27 pb, una subida similar a la observada en los de un importe supe-

OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES, ISFLSH Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 6

% del PIB						
	2002	2003	2004	2005 IV TR	2006	
					I TR	II TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	8,6	8,9	9,7	10,6	10,6	10,7
Medios de pago	3,5	4,1	4,0	4,4	3,8	3,6
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,0	-0,3	1,3	2,0	3,2	3,5
Acciones y otras participaciones (b)	0,6	0,6	0,5	0,2	0,0	0,0
Fondos de inversión	0,2	2,3	1,5	1,9	1,8	1,6
Reservas técnicas de seguros	2,5	1,8	1,8	1,8	1,7	1,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	1,4	0,7	0,7	0,8	0,7	0,6
<i>De jubilación</i>	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
Resto	-0,3	0,5	0,7	0,4	0,1	0,4
Operaciones financieras (pasivos)	8,0	8,8	10,3	11,9	12,1	12,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,2	9,2	10,8	12,3	12,9	13,2
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	5,1	7,0	8,7	10,3	10,5	10,5
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,1	2,2	2,1	2,2	2,4	2,8
Resto	0,7	-0,4	-0,5	-0,4	-0,8	-0,8
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	14,6	15,9	15,6	18,5	19,7	19,3
Medios de pago	1,6	0,9	1,0	2,1	2,1	2,0
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,6	1,2	0,3	1,3	1,6	1,1
Acciones y otras participaciones	6,6	7,4	6,4	6,6	8,6	8,8
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	4,6	4,5	3,8	3,8	6,2	5,7
Resto	4,7	6,4	7,9	8,5	7,5	7,4
Operaciones financieras (pasivos)	18,8	20,0	20,3	25,6	27,8	28,1
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	5,4	6,1	8,3	13,0	13,5	14,4
Préstamos exteriores	2,7	2,7	0,7	2,0	3,7	3,0
Valores de renta fija (d)	-0,4	-0,2	0,0	0,3	0,9	1,2
Acciones y otras participaciones	5,9	5,1	4,6	3,2	3,2	3,2
Resto	5,1	6,2	6,6	7,2	6,5	6,3
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	14,0	15,9	16,3	21,0	23,0	22,7
Hogares e ISFLSH	16,3	19,1	20,2	20,9	21,3	21,0
Sociedades no financieras	12,4	13,5	13,2	21,1	24,4	24,0

FUENTE: Banco de España.

a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.

b. Excluye los fondos de inversión.

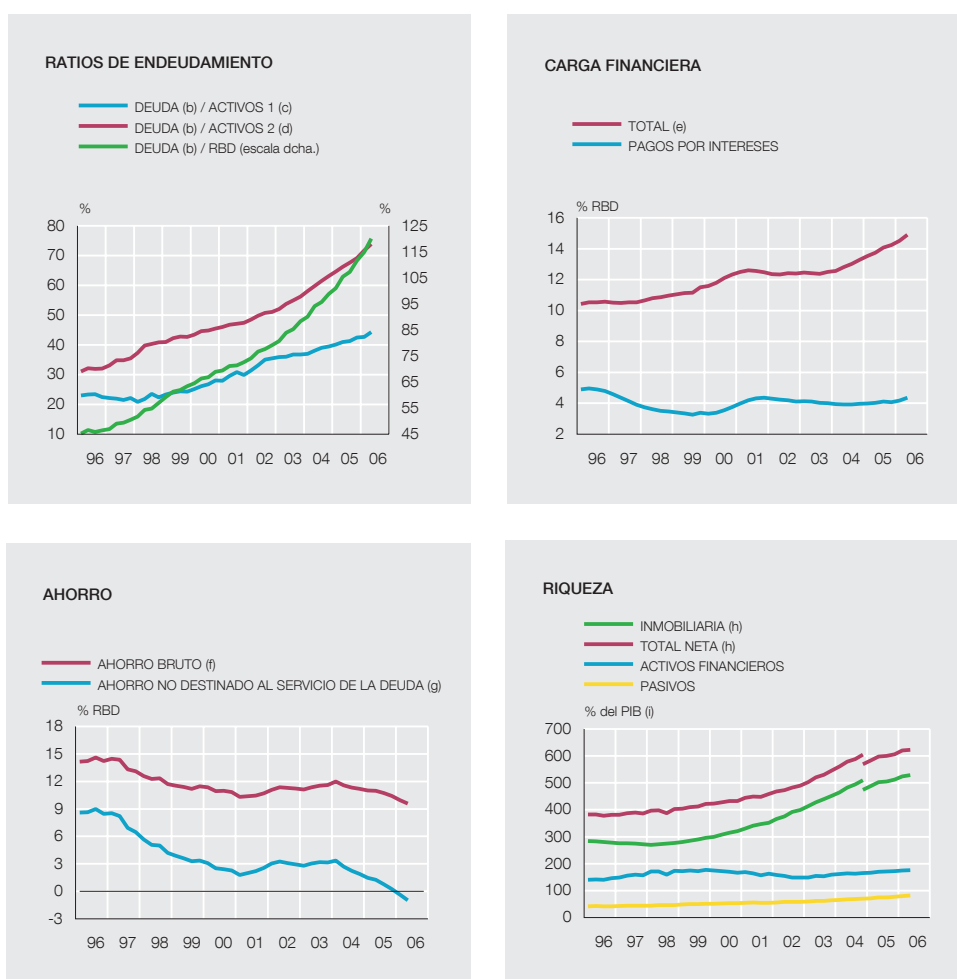
c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

d. Incluye las emisiones de filiales financieras residentes.

e. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

rior (21 pb). Por su parte, según la EPB, las entidades no esperaban variaciones en los criterios de concesión de créditos durante dicho período. Sin embargo, este encarecimiento de la financiación no se observó ni en el caso de las emisiones de valores de renta fija a largo plazo, gracias al descenso de la rentabilidad de la deuda pública y a la estabilidad de las primas de riesgo crediticias, ni en el de la obtención de fondos en los mercados de renta variable, dada la trayectoria ascendente de las cotizaciones bursátiles y la reducción de su volatilidad.

A pesar del contexto menos favorable para la financiación con deuda, el volumen de fondos ajenos recibidos por las sociedades continuó expandiéndose a un ritmo elevado, cercano al



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos de la Contabilidad Nacional sectorial corresponden, a partir de 1999, a la CNE, base 2000.

Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.

b. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.

c. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».

d. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.

e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.

f. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.

g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

h. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado. Nueva estadística del precio de la vivienda a partir de 2005.

i. CNE, base 2000.

24% en términos interanuales en junio. Por instrumentos, el crédito de las entidades residentes continuó siendo la partida de mayor cuantía, aunque, al igual que en el trimestre anterior, las emisiones de valores de renta fija, que todavía representan un peso reducido dentro de los pasivos empresariales, mantuvieron un avance notable. En cambio, los flujos materializados en préstamos exteriores durante los últimos doce meses descendieron en relación con el PIB en 0,7 pp.

En cuanto al desglose del crédito por actividad productiva, entre abril y junio se observó de nuevo un comportamiento dispar entre las distintas ramas. Así, las tasas de variación interanuales de los recursos destinados a los servicios inmobiliarios y a la construcción se mantuvieron en registros elevados, próximos al 47% y al 30%, respectivamente. En el caso de la industria, a pesar del dinamismo de la inversión productiva, volvió a reducirse el ritmo de crecimiento de estos pasivos hasta el 10% interanual, mientras que el correspondiente a los

servicios excluidos los inmobiliarios se situó cerca del 17%, lo que supone un ascenso de casi 2 pp en relación con el trimestre anterior. Por otra parte, la información de la CBT muestra que la deuda de los grandes grupos empresariales se aceleró, de modo que el nivel alcanzado al final del primer semestre era más de un 30% superior al observado un año antes.

Por su parte, la financiación captada durante los últimos doce meses a través de las emisiones de valores de renta variable y otras participaciones se mantuvo, en términos del PIB, en los mismos niveles de los dos trimestres más recientes (3,2%).

Por el contrario, el volumen de las operaciones de activo de las sociedades mostró cierta moderación y alcanzó en junio el 19,3% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Por instrumentos, se incrementó ligeramente la adquisición neta de acciones y otras participaciones, que ascendió a un importe equivalente al 8,8% del PIB (frente al 8,6 de marzo), mientras que el flujo materializado en activos líquidos y valores de renta fija retrocedió con respecto a la cifra del trimestre anterior.

Como resultado del descenso de los flujos de activo y del incremento de los de pasivo, las necesidades de financiación de las sociedades y la brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente en el exterior, aumentaron respecto al PIB en torno a 0,8 pp, hasta alcanzar el 8,8% y el 15,1% en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 5).

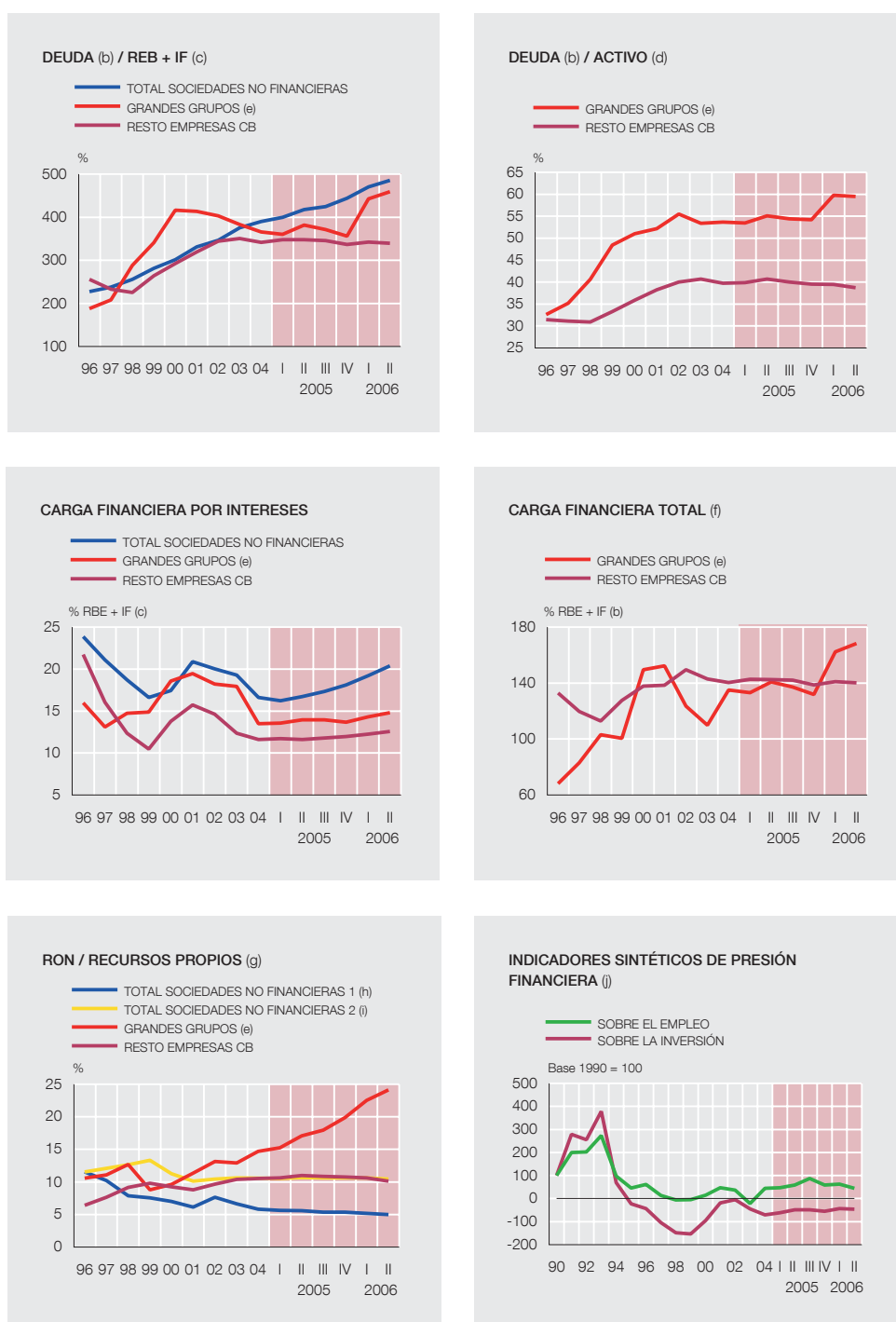
El dinamismo de la financiación ajena de las sociedades resultó en un nuevo avance de la ratio de endeudamiento del sector en relación con el resultado generado (véase gráfico 26). Este desarrollo, junto con el incremento del coste de los fondos, llevó a que los pagos por intereses en relación con los beneficios volvieran a crecer y se situasen en el 20%. Por otra parte, la evolución favorable de las rentas del sector durante este período hizo que la rentabilidad del capital se mantuviese en niveles similares a los observados en marzo.

Los datos provenientes de la muestra de empresas colaboradoras con la CBT, entre las que predominan las sociedades de mayor tamaño, evidencian también un ascenso en las ratios de endeudamiento y de carga financiera durante el segundo trimestre. Sin embargo, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios de estas compañías continuó aumentando, gracias al comportamiento de los grandes grupos, lo que contribuyó a que los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo descendieran.

Por último, de acuerdo con las expectativas de los analistas, la favorable evolución de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas, entre las que también predominan las de mayor tamaño, se va a mantener durante los trimestres siguientes. Así, el crecimiento previsto para esta variable durante los próximos 12 meses se sitúa en un nivel en torno al 18%. Para horizontes más largos el avance estimado es lógicamente inferior, si bien resulta destacable la revisión al alza de dichas proyecciones que se ha observado durante el verano (véase gráfico 27).

5.4 Las Administraciones Públicas

Entre abril y junio, la capacidad de financiación de las AAPP volvió a aumentar, y se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 2,3 % del PIB (véase gráfico 28). Por instrumentos, las AAPP continuaron amortizando, en términos netos, títulos a corto plazo, mientras que apenas realizaron emisiones (netas) de valores de largo plazo. Asimismo, se produjo un ascenso de los depósitos del sector y un descenso de los préstamos concedidos, con lo que la rúbrica que recoge las variaciones del saldo neto de estos dos conceptos fue positiva, aunque



FUENTE: Banco de España.

a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las Cuentas Nacionales (CNE y CFEE). A partir de 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad se utiliza una estimación coherente con esta base.

b. Recursos ajenos con coste.

c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

e. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

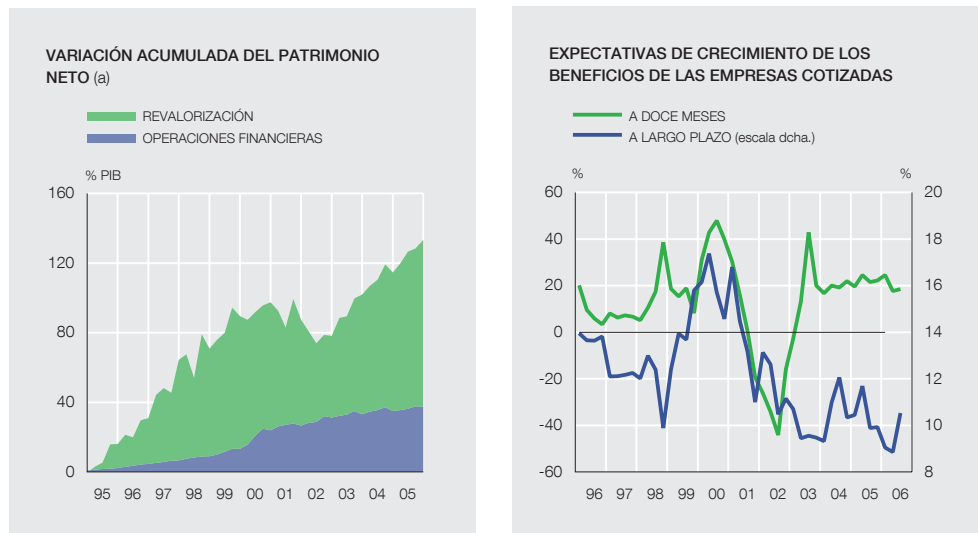
f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

g. Para el total de las sociedades no financieras RON = EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.

h. Recursos propios valorados a precios de mercado.

i. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.

j. Indicadores estimados a partir de la CBA y CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

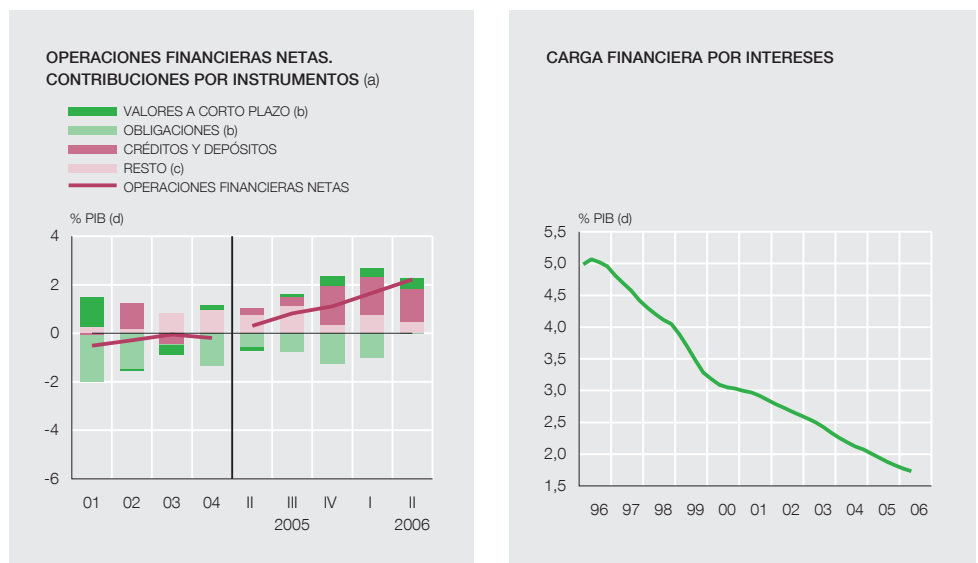


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

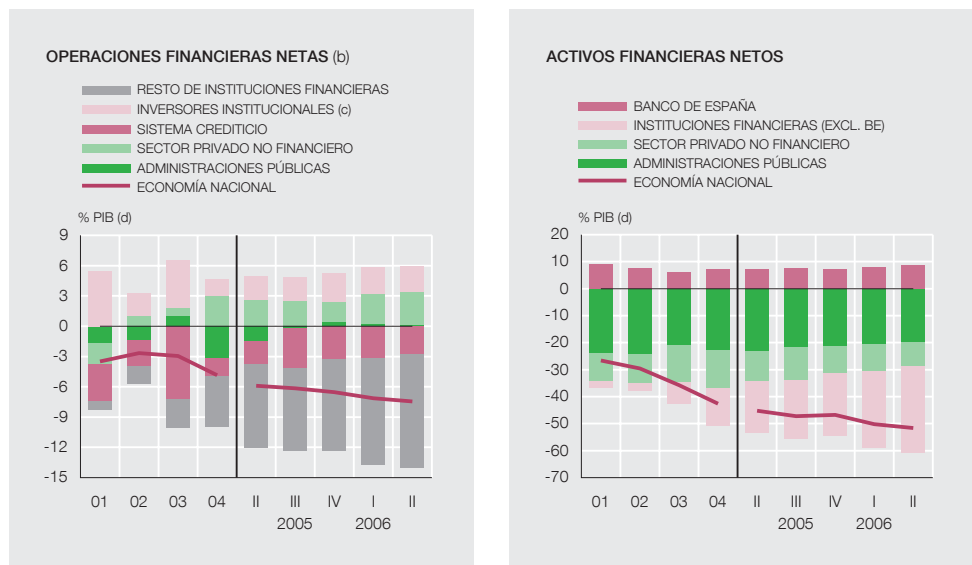
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Datos acumulados de cuatro trimestres



FUENTE: Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
- b. Solo recoge operaciones de pasivo.
- c. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.
- d. CNE, base 2000.



FUENTE: Banco de España.

- a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.
b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.
c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.
d. CNE, base 2000.

por un importe inferior al del trimestre anterior. Por su parte, los pagos por intereses en relación con el PIB continuaron descendiendo, gracias a la disminución de la ratio de endeudamiento, y se situaron por debajo del 2%.

5.5 La posición financiera frente al exterior

Durante el segundo trimestre de 2006, el saldo neto deudor de las operaciones financieras de la nación volvió a expandirse, hasta suponer, en términos acumulados de doce meses, el 7,5% del PIB. Esta evolución resultó del incremento adicional en las necesidades de fondos de los hogares y las sociedades que no fue compensado por la mayor capacidad de financiación de las AAPP.

Las instituciones financieras siguieron desempeñando un papel central en la canalización de fondos procedentes del resto del mundo. En particular, continuó creciendo la importancia relativa de los intermediarios financieros no monetarios en la financiación del déficit exterior, de modo que en junio el saldo deudor de sus operaciones netas frente a los no residentes suponía el 11,3% del PIB, frente al 10,6% del primer trimestre (véase gráfico 29).

La inversión en activos exteriores por parte de los sectores residentes alcanzó en junio el 19,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses, lo que supone una disminución de 3,5 pp respecto del valor de marzo de 2006 (véase cuadro 7). Por instrumentos, lo más destacable fue el retroceso de las compras netas de valores de renta fija y, en especial, de las realizadas por las entidades de crédito. Por otra parte, el principal destino de los flujos fue la adquisición de acciones y otras participaciones, que se materializó principalmente en forma de inversión directa.

También se moderaron las entradas netas de capital, que en el segundo trimestre se situaron en el 26,9% del PIB en términos acumulados de doce meses, 3,2 pp menos que el valor re-

% del PIB						
	2002	2003	2004	2005	2006	
				IV TR	I TR	II TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-7,1	-7,5
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	12,8	13,5	13,7	18,2	22,9	19,4
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,3	0,7	3,2	2,4	3,3	4,3
De los cuales:						
Interbancario (a)	2,3	0,5	0,7	3,2	2,3	2,6
Valores distintos de acciones	4,1	6,5	1,8	8,7	8,5	3,4
De los cuales:						
Entidades de crédito	0,5	3,5	1,0	6,6	6,2	1,9
Inversores institucionales (b)	2,7	3,5	0,3	2,1	2,0	1,5
Acciones y otras participaciones	5,0	4,7	6,8	4,9	8,1	8,6
De las cuales:						
Sociedades no financieras	4,6	4,5	3,8	3,8	6,2	5,7
Inversores institucionales (b)	-0,1	1,1	0,8	0,8	1,6	1,7
Préstamos	0,1	0,3	0,8	1,1	1,8	2,0
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	15,5	16,4	18,5	24,7	30,1	26,9
Depósitos	4,0	6,9	1,7	5,7	6,2	2,6
De los cuales:						
Interbancario (a)	3,1	5,3	5,0	7,2	7,5	2,8
Valores distintos de acciones	4,3	5,3	12,4	15,6	18,9	19,5
De los cuales:						
Administraciones Públicas	1,2	-1,0	2,7	0,1	1,0	0,8
Entidades de crédito	1,3	3,5	4,6	6,3	7,1	7,4
Otras instituciones financieras no monetarias	1,8	2,8	5,1	9,3	10,8	11,3
Acciones y otras participaciones	4,0	1,1	2,7	0,8	0,9	1,2
De las cuales:						
Sociedades no financieras	3,3	1,3	1,7	1,0	0,8	1,0
Préstamos	3,0	2,8	1,3	2,0	3,6	3,1
Otros neto (c)	0,0	-0,8	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	4,8	3,3	5,8	3,4	5,5	5,9
Inversión directa del exterior en España	5,7	2,9	2,4	2,0	1,8	1,9

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen repos.

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

c. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

gistrado en marzo. A pesar de ello, los recursos captados mediante valores distintos de acciones continuaron creciendo hasta alcanzar casi el 20% del PIB. De este modo, aumentó nuevamente la relevancia de estos instrumentos, y en particular de los emitidos por las instituciones financieras, en la financiación del déficit exterior. En cambio, los flujos materializados en depósitos interbancarios se redujeron en términos netos y alcanzaron solo el 0,2% del PIB, frente al 5,2% de marzo.

Entre abril y junio se interrumpió el progresivo deterioro que venía presentando la inversión directa del exterior en España, de modo que esta supuso un 1,9% del PIB en términos acumulados de doce meses, cifra ligeramente superior a la observada en el primer trimestre. Por

su parte, la inversión directa de España en el extranjero continuó avanzando y, en el mismo período, representó casi un 6% del PIB.

Como resultado del comportamiento de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y en el tipo de cambio, la posición deudora de la economía continuó creciendo hasta situarse por encima del 51% del PIB (véase gráfico 29). Por sectores, esta evolución resultó de un aumento en el saldo deudor de las instituciones financieras, que no fue compensado por los cambios en el resto de agrupaciones.

27.10.2006.

Este artículo ha sido elaborado por Coral García y Esther Gordo, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

En una economía abierta al exterior e inmersa en un proceso de convergencia real, las exportaciones constituyen una de las magnitudes esenciales para el logro de una senda de crecimiento elevada y sostenida. En este sentido, la evolución de las cuotas de exportación —definidas como la proporción de la demanda mundial (o de cualquier otro mercado) que es satisfecha con productos nacionales— ocupa un lugar privilegiado en el análisis de la competitividad de una economía. Con todo, es obvio que esta debe valorarse desde la perspectiva no solo de las ventas al exterior, sino también de la penetración de las importaciones en el mercado interior y de la evolución de los precios y costes relativos.

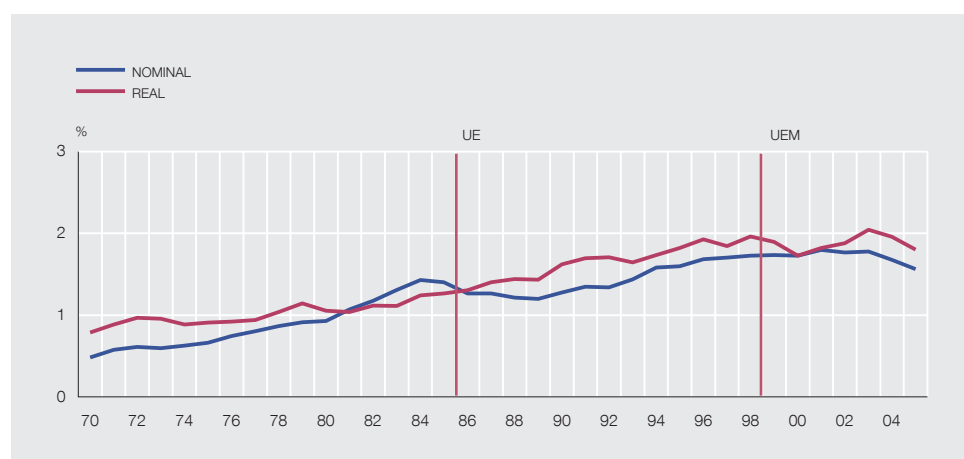
En la evolución de las cuotas de exportación influye el comportamiento de los precios y costes relativos, además de otros factores de carácter más estructural que afectan a la especialización geográfica y sectorial del país y a su habilidad para establecer mecanismos basados en la diferenciación del producto para competir con otros proveedores internacionales. Las cuotas de exportación constituyen, por tanto, indicadores ex post de la capacidad de una economía para adaptarse a los cambios en la demanda externa y a la competencia de otros países, aunque no permiten distinguir los determinantes de esa evolución.

En una perspectiva de largo plazo, las cuotas de exportación de España en los mercados mundiales han registrado un paulatino ascenso —que solo se ha visto interrumpido en episodios muy aislados—, en consonancia con el proceso de apertura y liberalización que ha experimentado la economía española, que se ha reflejado en una creciente internacionalización de sus empresas (véase gráfico 1). En cambio, desde 1998 el nivel de las cuotas de exportación ha tendido a estabilizarse, con algunas oscilaciones, para registrar un retroceso en 2004 y 2005. En los primeros meses de 2006, las exportaciones están registrando ritmos de avance más similares al crecimiento del comercio mundial y de sus principales mercados de exportación, por lo que resulta relevante analizar en qué medida puede mantenerse esta pauta más favorable en el futuro.

El artículo se estructura de la siguiente manera: en el primer apartado se realizan algunas consideraciones sobre el cálculo de las cuotas a precios corrientes y constantes, y sobre otras cuestiones relevantes para su interpretación. En el segundo se lleva a cabo un análisis desagregado de las cuotas por mercados y productos, con la intención de detectar si el comportamiento de las cuotas de exportación españolas es común a otros países desarrollados y si existe un comportamiento específico en algunos productos. Finalmente, se presentan las conclusiones más relevantes.

Consideraciones conceptuales y metodológicas sobre el cálculo de las cuotas de exportación

El análisis de las cuotas de exportación puede realizarse contabilizando las ventas al exterior con precios constantes o con precios corrientes. En concreto, bajo el supuesto de competencia perfecta y productos homogéneos, los precios de los bienes comerciables tenderán a igualarse a los vigentes en los mercados internacionales. En ese caso extremo, la distinción entre cuotas reales y nominales podría llegar a ser irrelevante, de modo que, aunque a corto plazo pudieran existir diferencias entre ambas, estas tenderían a desaparecer a largo plazo. Sin embargo, el comercio internacional se encuentra crecientemente dominado por el intercambio de productos diferenciados en calidad, en un marco de competencia imperfecta que confiere a las empresas cierta capacidad para fijar precios. En este contexto, la evolución de



FUENTES: FMI y Ministerio de Economía y Hacienda.

las cuotas reales y nominales puede presentar diferencias persistentes y cabe preguntarse cuál de las dos medidas es la más adecuada.

La diferencia entre las cuotas de exportación a precios corrientes y constantes refleja la evolución de los precios relativos de exportación, esto es, la ratio entre los precios de exportación nacionales y los precios de exportación mundial, lo que equivale, aproximadamente, a la relación real de intercambio (RRI). En esta perspectiva, es cierto que el bienestar de un país mejora no solo cuando aumenta el volumen de su cuota en los mercados mundiales, sino también cuando se eleva el precio que los consumidores del resto del mundo están dispuestos a pagar por los productos que vende, esto es, cuando se incrementa su RRI. En consecuencia, las cuotas nominales, que captan ambos efectos, serían las relevantes para evaluar las ganancias de bienestar.

No obstante, la relación entre la evolución de la RRI y el volumen de ventas es compleja y depende de cuál sea el origen de las variaciones en la RRI. De hecho, pueden observarse mejoras de la RRI —entendiendo por tales un aumento de los precios de exportación superior al de los precios de importación— acompañadas de incrementos de la cuota real, si se produce, por ejemplo, un aumento de la calidad de la producción nacional o desplazamientos de la demanda mundial hacia los productos en los que estamos especializados. Pero las mejoras (deterioro) de la RRI pueden venir también acompañadas de un descenso (aumento) de la cuota real: por ejemplo, mejoras de la RRI que provengan de una ampliación de los márgenes incrementan el bienestar de los agentes, al menos a corto plazo, reduciendo la cuota real; también pueden observarse mejoras de la RRI derivadas, por ejemplo, de un aumento de la oferta extranjera, que reduciría los precios de exportación mundial, mejorando nuestra RRI, pero que tendrían un impacto negativo sobre la cuota real (piénsese, por ejemplo, en los efectos vinculados a la incorporación de China al comercio internacional).

En consecuencia, siempre existirá cierta ambigüedad a la hora de interpretar la evolución de las cuotas nominales, ya que, al menos a corto y medio plazo, no puede discernirse si su aumento se deriva de mejoras genuinas de la calidad de la producción nacional, que conllevan mayores precios y volúmenes de venta y de empleo, o si, por el contrario, refleja pérdidas de competitividad debidas, por ejemplo, a un *shock* de costes, que, a corto plazo, todavía no se han reflejado en un retroceso del volumen de ventas.

Al margen de esta discusión conceptual, debe mencionarse que, en presencia de fuertes movimientos de los tipos de cambio, las cuotas nominales resultan difíciles de interpretar. Esto es así porque, cuando se calculan las cuotas en términos nominales, es necesario elegir una divisa de referencia, que habitualmente es el dólar, lo que tiene un componente arbitrario, de manera que las cuotas de exportación pueden evolucionar de distinta manera dependiendo de cuál sea la divisa de referencia.

Algo similar sucede con las variaciones del precio del petróleo, pues, por ejemplo, su aumento provoca un incremento del valor del comercio mundial del que no participa España, al no ser exportador de esta materia prima, de modo que su cuota nominal tiende a reducirse en los períodos de encarecimiento de la energía. Es cierto que el aumento del precio del petróleo conlleva una pérdida de bienestar derivada del deterioro de la RRI, pero en sí mismo no implica una pérdida de capacidad de los productores nacionales para mantener su presencia en los mercados internacionales.

En resumen, las cuotas de exportación en términos nominales y reales pueden considerarse conceptos complementarios, por lo que sería deseable su cálculo y análisis conjunto. Si lo que queremos medir son las mejoras de bienestar derivadas de cambios en el volumen de exportación o de cambios en la RRI, el concepto más relevante es, probablemente, el de las cuotas medidas en términos nominales. En cambio, para aproximar la capacidad de los productores nacionales para mantener o incrementar su presencia en los mercados internacionales resulta más aconsejable el empleo de las cuotas en términos reales. Así, mientras que, a corto plazo, el análisis en términos reales puede ayudar a identificar posibles problemas de competitividad, la evolución de las cuotas en términos nominales puede ser, a medio y largo plazo, un mejor indicador de las posibilidades de que los intercambios comerciales con el exterior permitan consolidar o mejorar el bienestar nacional. Como se observa en el gráfico 1, para un período relativamente prolongado las diferencias entre las dos medidas son relativamente reducidas. Con todo, la elección de una u otra aproximación se encuentra condicionada por el hecho de que, en ocasiones, no se dispone de la información necesaria para la elaboración de las cuotas a precios constantes, dadas las dificultades que entraña la obtención de deflatores homogéneos para las distintas áreas y sectores considerados.

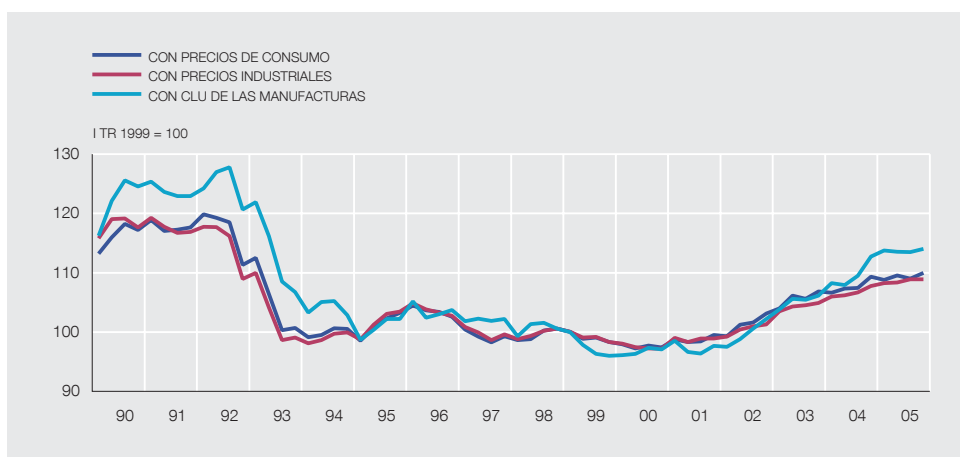
En el apartado siguiente se analiza la evolución de la cuota de exportación de España y de otros países en distintos mercados y sectores. Dada la desagregación y la perspectiva histórica que se utiliza, el artículo se centra en las cuotas calculadas con precios corrientes. Sin embargo, como se ha comentado antes, en determinadas coyunturas —y si el análisis adopta una orientación de más corto plazo—, la información que proporcionan las cuotas en términos reales puede ser muy relevante.

Evolución de las cuotas de exportación por mercados y sectores¹

Como se comentó en la introducción, la cuota de exportación de España en los mercados mundiales despegó a partir de nuestra entrada en la Unión Europea y continuó su perfil ascendente hasta finales de la década de los noventa. En este período, los bajos niveles de precios en relación con los países de nuestro entorno y las devaluaciones de la peseta de principios de esa década permitieron acumular notables ganancias de competitividad-precio frente a nuestros socios comerciales, que se tradujeron en una creciente penetración de los productos españoles en esos mercados.

En cambio, entre 1998 y 2003 las cuotas de exportación han mostrado mayor estabilidad, registrando, incluso, un descenso en 2004 y 2005. Este retroceso ha suscitado un interés

1. Las cifras que se analizan en esta sección se refieren exclusivamente al comercio de bienes, excluyéndose, por tanto, los servicios.



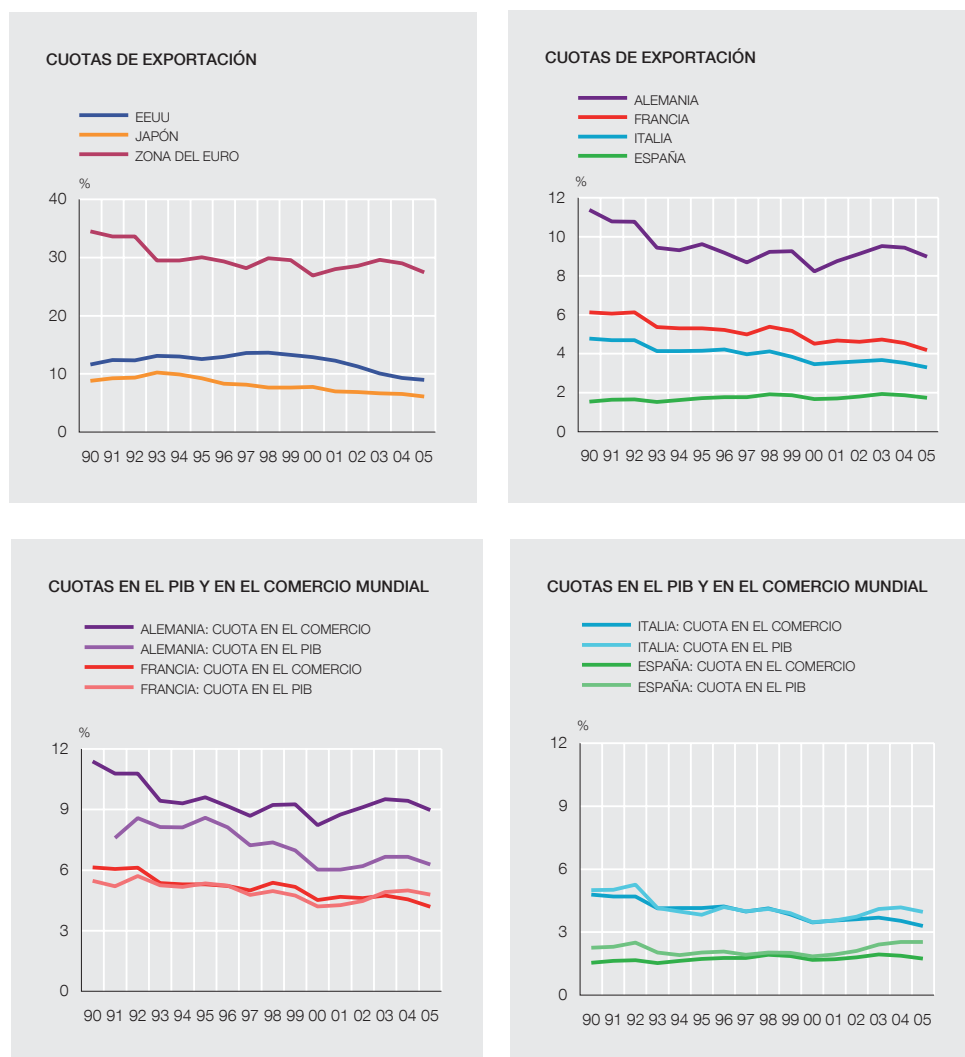
FUENTE: Banco de España.

a. Una subida del índice representa una pérdida de competitividad.

creciente por conocer hasta qué punto la evolución de las cuotas es el resultado de acontecimientos comunes al entorno internacional, entre los que destaca la irrupción de nuevas potencias emergentes —muy especialmente, China—, o, por el contrario, refleja factores específicos de la economía española. Entre estos últimos, ocupa un lugar relevante la persistencia de un diferencial de precios y costes frente a otras economías desarrolladas, que, con la llegada de la moneda única y la imposibilidad de modificar el tipo de cambio frente a los principales socios comerciales, estaría propiciando una notable acumulación de pérdidas de competitividad-precio (véase gráfico 2). En cualquier caso, este artículo se centra en analizar cómo se han reflejado las transformaciones del comercio mundial en la cuota de exportación española, sin entrar a valorar en detalle la evolución de la competitividad, cuyo diagnóstico requiere un conjunto más amplio de información que el que aquí se presenta.

Al comparar la evolución de la cuota de exportación de España en los mercados mundiales con la de otros países de la UEM, destacan dos hechos: por un lado, el nivel de la cuota de exportación de la economía española se encuentra en línea con su participación en el PIB mundial, en consonancia con lo que se aprecia en otros países, aunque también hay otras economías, como la alemana, con una propensión a exportar muy superior a la media (véase gráfico 3). Sin embargo, el nivel de la cuota se mantiene en niveles reducidos, y en el período más reciente se ha abierto cierta brecha en relación con la participación de la economía española en el PIB mundial, ya que ha experimentado un cierto aumento, mientras que la participación en el comercio se mantiene estabilizada. Por otro lado, desde comienzos de la década de los noventa la evolución de la cuota de exportación de España en los mercados mundiales ha sido más favorable que la observada en otros países desarrollados, donde se aprecian descensos. Así, en 1990 la cuota de exportación se situaba en el 1,54% y en 1998 se había incrementado hasta el 1,93%, oscilando en torno a esos niveles hasta el año 2003, fecha a partir de la cual la cuota de exportación de España se sumó a la tónica de retroceso que se observa en otros países de la zona del euro y en Estados Unidos y Japón².

2. En BCE (2005) y Buisán y Caballero (2002) se analiza con detalla la evolución de las cuotas de exportación y de otros indicadores de competitividad del área del euro en comparación con Estados Unidos y Japón.



FUENTE: FMI.

a. En términos nominales.

El descenso de las cuotas que está registrando la mayoría de los países industrializados se encuentra vinculado a la aparición de nuevos competidores en la escena internacional, entre los que destaca, por su elevada dimensión, China —que, tras su adhesión a la Organización Mundial del Comercio en 2001, ha experimentado un proceso de apertura al exterior rápido e intenso—, además de otras economías emergentes del sudeste asiático y de los países del centro y este de Europa, cuyo proceso de internacionalización culminó con su incorporación a la UE en mayo de 2004. Todos estos países constituyen mercados con un potencial de demanda elevado, pero también muestran una intensa vocación exportadora, que se apoya en el establecimiento de grandes empresas multinacionales que tratan de aprovechar sus ventajas de costes y de localización. Este hecho contribuye a explicar el descenso de las cuotas de exportación de los países desarrollados en los últimos años, en un contexto de reorientación de los flujos de importación mundial hacia estos nuevos mercados (véase gráfico 4).

En particular, el potencial exportador que han desplegado la economía china y los países del sudeste asiático durante la última década ha sido extraordinario. De hecho, entre 1990 y 2005 el aumento de la cuota de los países en desarrollo en los mercados mundiales asciende a 15



FUENTE: FMI.

a. En términos nominales.

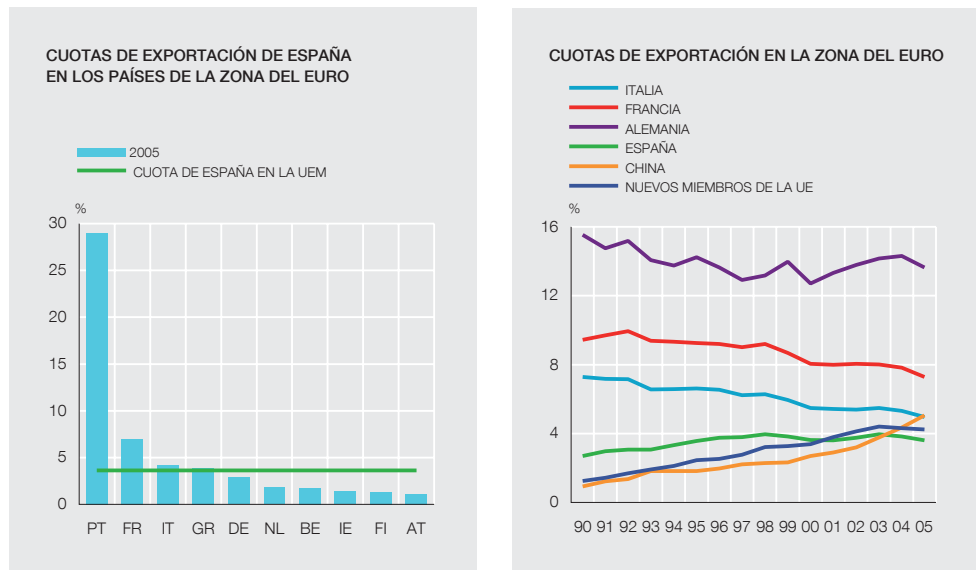
b. Sin Japón y China.

puntos porcentuales (pp), de los cuales China y otras economías emergentes asiáticas explicarían aproximadamente 12 pp. El incremento de la cuota de los nuevos miembros de la UE es más moderado en ese período.

Además, como se observa en el gráfico 5, la presencia de China en los países europeos, que constituyen los principales mercados de exportación españoles, está aumentando de forma significativa. De hecho, la cuota de exportación de China en la zona del euro ha superado la de los países de la ampliación de la UE, a pesar de que la presencia de los productos procedentes de estos últimos países también se ha incrementado notablemente en los años recientes. En este contexto, la relativa estabilidad de la cuota española en la zona del euro hasta 2003 y el ligero descenso registrado posteriormente constituyen un resultado relativamente favorable cuando se compara con el prolongado retroceso de las cuotas de exportación observadas en otros países, como Italia o Francia. A un nivel más desagregado que el que se presenta en el gráfico 5, se aprecia que el perfil de la cuota de las exportaciones españolas en los principales mercados europeos es relativamente similar, con ganancias graduales desde 1990 y un ligero retroceso en los dos últimos años, salvo en el caso de las exportaciones a Portugal, donde la cuota de mercado se incrementó con gran intensidad entre 1990 y 2003, hasta duplicarse.

El análisis de la evolución de la cuota de exportación por mercados geográficos revela, además de la elevada concentración de las exportaciones españolas en los mercados europeos, el relativo estancamiento de la penetración de estos productos en las economías emergentes en niveles muy reducidos, por debajo de la de otros países desarrollados. Ello ayuda a explicar el lento avance de la cuota española global en los años más recientes y, de cara al futuro, puede ser un factor que limite el logro de avances más significativos en la presencia de productos españoles en el exterior, pues son esas economías las que presentan un mayor potencial de crecimiento (véase gráfico 6).

Cuando se analiza la evolución de las exportaciones en las principales ramas productivas según su intensidad tecnológica, con la información disponible para el período 1995-2004, se aprecia una relativa estabilidad de la cuota de los productos españoles en todas las grandes



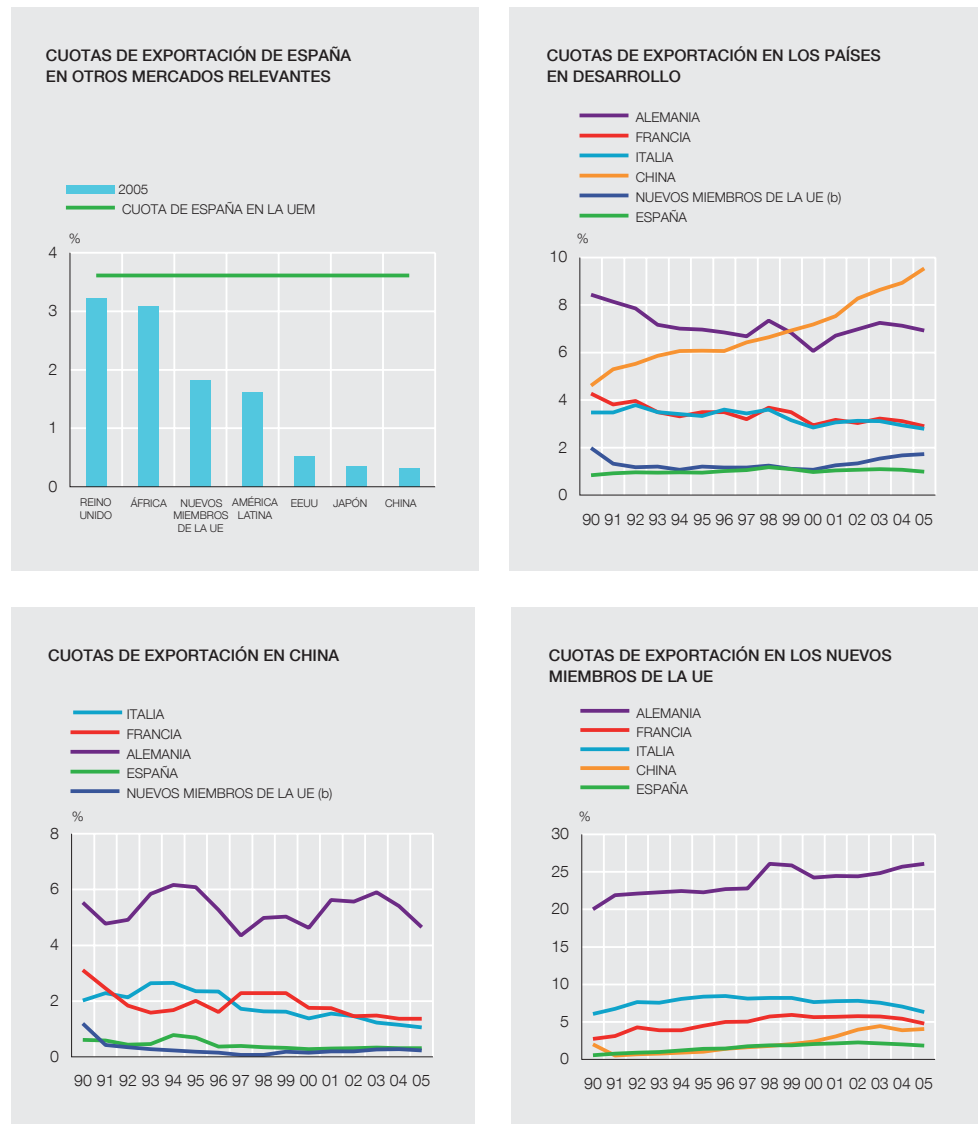
FUENTE: FMI.

a. En términos nominales.

ramas, lo que contrasta con las caídas que se registran en Francia, Italia y, salvo en el caso de la rama de alta intensidad tecnológica, en Alemania (véase gráfico 7). La cuota de exportación española es especialmente reducida en los sectores de tecnología alta (próxima al 1%), mostrando niveles más elevados en las ramas de tecnología media-alta (3,3%), donde se engloba el sector del automóvil, que constituye el núcleo de la especialización comercial española. Al comparar con el resto de los países, se observa que el ascenso de la participación de los productos procedentes de China se produce no solo en las ramas de tecnología baja, donde se engloba el textil, sino también en los sectores de mayores requerimientos tecnológicos, en los que se observa que la cuota de China ha superado a la alemana.

La estrategia de relocalización de la producción hacia los mercados asiáticos que están llevando a cabo con mayor intensidad las empresas multinacionales de Estados Unidos y de Japón es uno de los factores que contribuye a explicar el ascenso de la cuota de exportación de las economías emergentes, y en especial de China, en detrimento de la cuota de exportación de esas dos economías industrializadas, sin que ello pueda interpretarse como un deterioro de su competitividad internacional [véase Feenstra (1998)]. En el caso de la economía española, este fenómeno tiene menor importancia, dado que el reducido tamaño de las empresas españolas ha limitado la posibilidad de establecer este tipo de estrategias.

En cualquier caso, estos resultados llevan a matizar en alguna medida las implicaciones para el patrón de especialización comercial de la economía española que se extraen de la aplicación de la denominada «técnica del cambio de cuota» (*shift-share*), que se emplea para evaluar en qué medida la estructura geográfica y sectorial del comercio exterior influye sobre la evolución de las cuotas de exportación [véase García y Bravo (2004)]. Una de las principales implicaciones que se desprenden de esta aproximación para España y otras economías europeas [véanse Foresti (2004) y Cabral y Soares Esteves (2006)] apunta a que la escasa importancia de las ramas de contenido tecnológico alto en la estructura de las exportaciones ha podido constituir un factor limitativo de la expansión de la cuota de exportación en los mercados mundiales, por ser estos sectores los que presentan un comportamiento más expansivo en la estructura de la demanda mundial. Al examinar las cuotas por países se observa, al contrario



FUENTE: FMI.

a. En términos nominales.

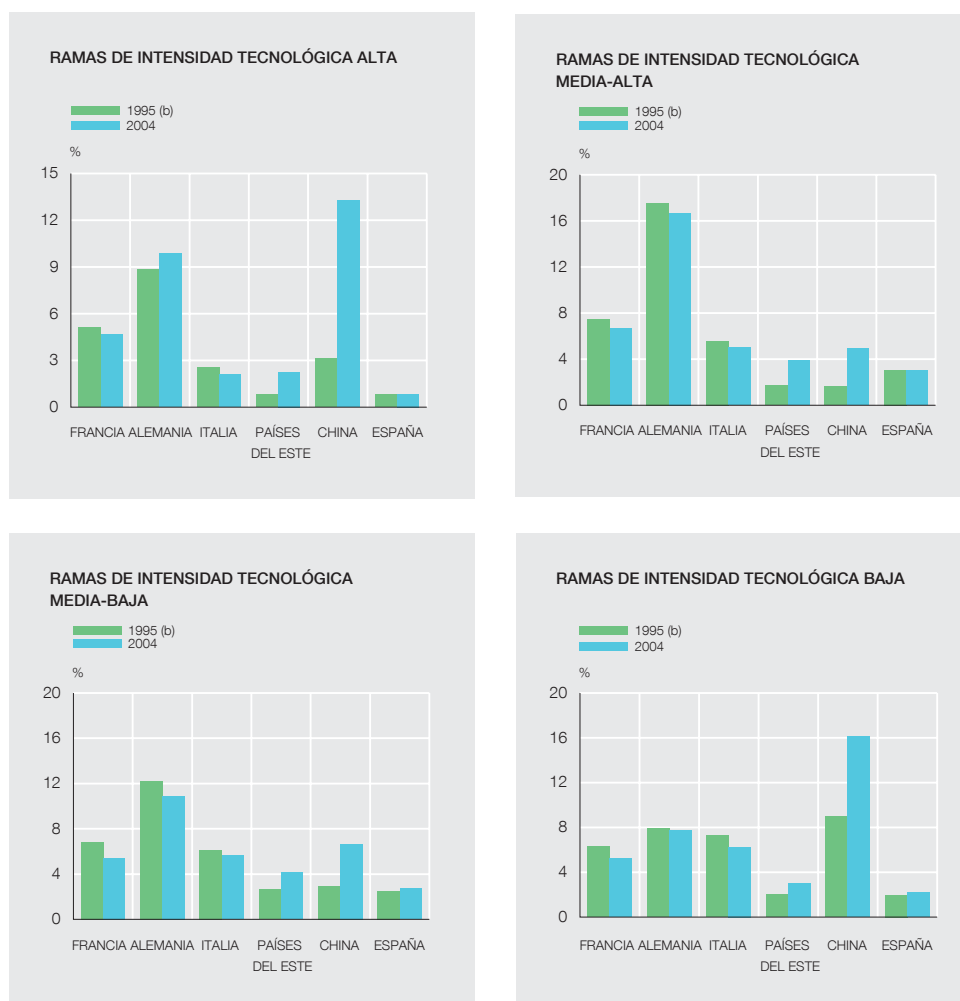
b. Incluye Hungría, Polonia, República Checa y Eslovaquia.

de lo que se podía esperar, que las presiones competitivas de China y de otras economías emergentes en esta rama de alta intensidad tecnológica son muy elevadas, lo que dificulta la reorientación de la actividad industrial de España hacia esas actividades. Esto muestra que en dichas economías está teniendo lugar una transformación profunda de su estructura de producción industrial a favor de las ramas de contenido tecnológico alto—, además de hacia aquellas de tecnología baja, donde presentan claras ventajas comparativas—.

Conclusiones

En síntesis, en el conjunto de la última década el comportamiento de las cuotas de exportación españolas ha sido, en general, favorable, en comparación con el descenso observado en otros países de nuestro entorno, a pesar de la pérdida de competitividad que ha experimentado la economía española en términos de precios y costes frente al resto del mundo en los últimos años.

No obstante, cabe introducir algunas cautelas a este resultado. En primer lugar, hay que recordar que a comienzos de los años noventa la peseta experimentó una serie de devaluacio-



FUENTE: OCDE.

a. En términos nominales.

b. Para los países del Este, los datos corresponden a 1997.

nes, que la colocó en una situación competitiva muy favorable, de modo que la buena evolución observada se debe, en parte, a esa circunstancia inicial. Además, la cuota de exportación española tiene todavía un nivel reducido —en relación con su participación en el PIB mundial—, especialmente en los mercados menos desarrollados. En este sentido, aunque los datos disponibles de 2006 son algo más prometedores de lo que parecía indicar el descenso de cuota de las exportaciones en 2004 y 2005, existe alguna incertidumbre sobre la capacidad de la economía española para mantener o incrementar su presencia en los mercados internacionales en el futuro. Por último, la penetración de importaciones procedentes de los países de rápida industrialización ha aumentado notablemente en nuestro mercado interior, lo que, en parte, señala las dificultades de la producción nacional para competir con la extranjera en el mercado español.

De cara al futuro, pueden destacarse algunas características del patrón de especialización de la economía española que pueden limitar, como lo han hecho en el período más reciente, la expansión de nuestros productos en los mercados externos. Entre ellos destacan la reducida orientación de las ventas hacia los mercados de fuera del área del euro y la escasa diversificación sectorial de la estructura de ventas al exterior, que se encuentra muy orientada hacia el

sector del automóvil. Ello, lógicamente, aumenta la vulnerabilidad de los resultados comerciales a la coyuntura de este sector, tal y como pudo comprobarse durante 2005.

Por otra parte, la economía española está poco especializada en aquellas manufacturas cuyos mercados han registrado crecimientos más rápidos y con un mayor contenido tecnológico. Hay que recordar, sin embargo, que en estos sectores las presiones competitivas procedentes de las economías emergentes están siendo muy elevadas, como consecuencia, en parte, de la estrategia seguida por las empresas multinacionales, que tienden a localizarse en estos países, que proporcionan abundante mano de obra relativamente cualificada a costes inferiores a los de los países industrializados.

En suma, en un contexto de creciente globalización, resulta cada vez más difícil hacer un diagnóstico sobre la competitividad analizando únicamente la evolución de las cuotas de exportación, así como establecer cuál debe ser el patrón de especialización más adecuado para un país. En último término, los resultados comerciales no dependen tanto de lo que se produce como de la eficiencia con que se lleve a cabo la producción. En este sentido, la industria española debe seguir avanzando en la incorporación del progreso técnico y de la innovación y en la mejora de la calidad de sus productos, así como en la moderación de los costes, para poder competir con éxito en unos mercados internacionales cada vez más exigentes. Asimismo, las medidas encaminadas a hacer más flexible el funcionamiento de los mercados de bienes y factores productivos resultan también esenciales para facilitar la capacidad de adaptación de las empresas a un entorno en continua transformación.

20.10.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2005). *Competitiveness and the export performance of the euro area*, Documentos Ocasionales, n.º 30.
- BUISÁN, A., y J. C. CABALLERO (2002). «Las cuotas de exportación de la UEM», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- CABRAL, S., y P. SOARES ESTEVES (2006). «Portuguese export market shares. An analysis by selected geographical and product markets», *Economic Bulletin*, verano, Banco de Portugal.
- FEENSTRA, R. (1998). «Integration of trade and disintegration of production», *Journal of Economic Perspectives*, otoño, pp. 31-50.
- FORESTI, G. (2004). *An attempt to explain the Italian export market share dynamics during the nineties*, CSC Working Paper 47.
- GARCÍA, C., y S. BRAVO (2004). «La cuota de mercado de las exportaciones españolas en la última década», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

Este artículo ha sido elaborado por Luis J. Álvarez e Ignacio Hernando, de la Dirección General del Servicio de Estudios¹.

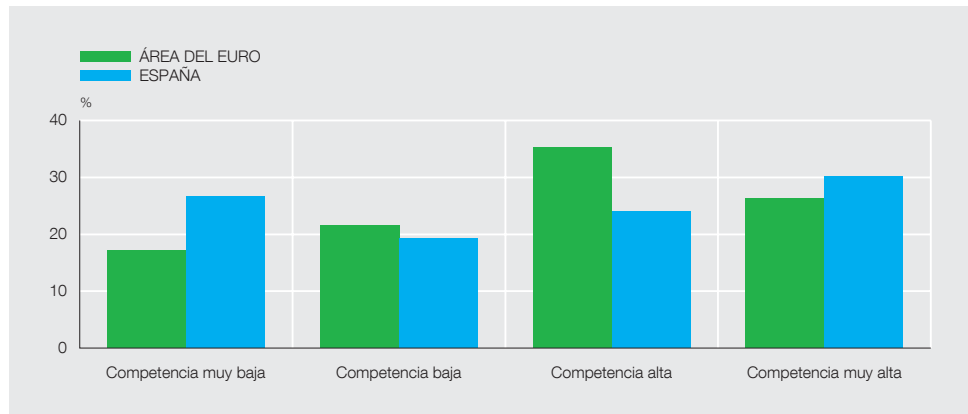
Introducción

La literatura económica ha prestado una amplia atención a la conexión entre la estructura de mercado y los procesos de formación de precios, un aspecto de relevancia notable para la política económica. En concreto, se han elaborado numerosos trabajos teóricos que analizan la incidencia del grado de competencia en los mercados en la configuración de las estrategias de determinación de precios de las empresas y, en particular, en la velocidad con la que estos son ajustados en respuesta a variaciones de demanda y costes. Un resultado común en este campo sugiere que las compañías que se desenvuelven en entornos más competitivos tienden a modificar sus precios con mayor celeridad que las empresas que disfrutan de mayor poder de mercado. Diversas razones explican este resultado. Por ejemplo, Andrés et al. (2002) señalan que el coste de oportunidad para una empresa de mantener inalterado su precio, ante un acontecimiento que modifique su estrategia deseada, es mayor cuanto más elástica sea la demanda del producto. Otros autores indican que las empresas que operan en sectores más competitivos se enfrentan a una mayor incertidumbre en torno a su posición futura en el mercado, por lo que adoptan estrategias más de corto plazo, que les llevan a reaccionar con mayor prontitud a distintas perturbaciones. Por el contrario, empresas más aisladas de la competencia pueden poner un mayor énfasis en la rentabilidad a largo plazo y adoptar políticas de precios orientadas a suavizar el impacto de las fluctuaciones de costes y de demanda. Un argumento adicional es que las empresas que actúan en mercados oligopolistas pueden diferir los ajustes de precios con el fin de evitar la ruptura de acuerdos tácitos.

La evidencia empírica disponible tiende a corroborar esta relación positiva entre grado de flexibilidad de precios e intensidad de la competencia. Recientemente, en el marco de la red de investigación sobre la persistencia de la inflación —*Inflation Persistence Network (IPN)*—, constituida en el Eurosistema, se ha documentado la existencia de esta relación haciendo uso de extensa información microeconómica sobre precios de producción y precios de consumo². La información cualitativa proporcionada por las encuestas sobre formación de precios en las empresas realizadas en los países del área del euro, también en el marco de la IPN, ofrece una fuente alternativa para evaluar la validez empírica de la conexión entre entorno competitivo y flexibilidad de precios³. El presente artículo resume los principales resultados del análisis de esta relación, explotando la información a nivel sectorial para el área del euro y comparándola con la proveniente de la encuesta del Banco de España, que se examina con detalle en Álvarez y Hernando (2005).

Tras esta introducción, el artículo está estructurado de la siguiente forma. En primer lugar, se exploran las diferencias en las estrategias de formación de precios de las empresas en función del grado de competencia al que se enfrentan. A continuación, se presenta evidencia sobre los factores determinantes del grado de flexibilidad de precios, prestando especial atención a la competencia existente en los mercados de productos. En el último epígrafe se recogen las principales conclusiones del análisis.

1. Este artículo se basa en el Documento de Trabajo n.º 0629, *Competition and price adjustment in the Euro Area*. 2. Véanse Álvarez et al. (2005) para un análisis de los precios de producción y Lünneemann y Mathä (2005) para el caso de los precios de bienes de consumo. 3. Fabiani et al. (2006) ofrecen un análisis de las políticas de determinación de precios en el área del euro basado en estas encuestas. Este tipo de encuestas se han llevado a cabo en todos los países del área del euro, con la salvedad de Irlanda, Grecia y Finlandia.



FUENTE: Banco de España.

a. El grado de competencia percibida se aproxima mediante la importancia otorgada por las empresas a los cambios en el precio de los competidores a la hora de explicar sus cambios de precios.

Competencia y estrategias de formación de precios

El análisis empírico de la incidencia del entorno competitivo en la configuración de las estrategias de determinación de precios adoptadas por las empresas ha de hacer frente a la compleja tarea de obtener un indicador adecuado del grado de competencia. Las encuestas realizadas incluyen preguntas sobre dos aspectos —cuota de mercado y número de competidores— relacionados con el nivel de competencia. Sin embargo, estas medidas directas tienen importantes limitaciones. En primer lugar, las respuestas son altamente subjetivas, dado que las distintas empresas pueden emplear criterios diversos para definir su mercado relevante o para identificar sus competidores potenciales. Además, en algunos mercados oligopolistas puede existir una elevada competencia, mientras que, en algunos sectores con un elevado número de competidores, estos pueden ejercer algún tipo de poder de mercado a nivel local. Ante las limitaciones de estas medidas tradicionales, se ha optado por inferir el grado de competencia al que se enfrentan las empresas a partir de información adicional proporcionada por la encuesta, en particular, considerando la importancia otorgada por la empresa a los cambios en el precio de los competidores a la hora de explicar sus propios cambios de precios. La idea que subyace a la elección de esta medida es que, cuanto más competitivo sea el entorno en el que se desenvuelve la empresa, más probable resulta que se vea afectada por el comportamiento de los competidores⁴. De acuerdo con esta medida, alrededor del 60% de las empresas en el área del euro se enfrentan a una competencia intensa o muy intensa, siendo este porcentaje más reducido (55%) en el caso español (véase gráfico 1).

Las estrategias de formación de precios pueden clasificarse en tres categorías: (1) la empresa fija el precio estableciendo un margen sobre el coste, (2) la empresa determina el precio en función del establecido por los competidores, y (3) la empresa carece de una política de precios autónoma, siendo otro agente, como el sector público o sus clientes principales, el que determina el precio final. Como muestra el cuadro 1, una fracción importante (54%) de las empresas del área del euro utiliza algún tipo de regla de margen a la hora de fijar su precio, lo que sugiere que disfrutan de cierto poder de mercado, mientras que solo el 27% de las compañías europeas establece su precio tomando como referencia el precio de los competidores. Finalmente, el 19%

4. La encuesta holandesa [Hoeberichts y Stokman (2006)] es la única que incluye una pregunta directa sobre el grado de competencia percibida por la empresa. Esta medida de competencia percibida presenta una elevada correlación con la medida de competencia inferida a partir de la importancia asignada al precio de los competidores —que sí está disponible en el resto de encuestas—, lo que avala la validez de esta última medida para aproximar la intensidad de la competencia.

		Regla de margen	Precio de los competidores	Precio fijado por otro agente
Área del euro (b)	Todas las empresas	54,3	27,1	18,7
	Competencia reducida	63,6	14,7	21,7
	Competencia elevada	49,8	35,1	15,1
España	Todas las empresas	51,9	26,6	21,5
	Competencia reducida	61,3	11,8	27,0
	Competencia elevada	44,1	40,5	15,3

a. Competencia percibida medida a partir de la importancia otorgada por las empresas al precio de los competidores para explicar los cambios de precios.

b. Media ponderada de los nueve países para los que se realizó la encuesta, tomando como ponderaciones los pesos en el PIB del área.

restante sigue otra estrategia, careciendo en la mayor parte de los casos de una política de precios autónoma. La distribución de las empresas españolas en estas tres categorías presenta un patrón similar. En concreto, el 52% de las empresas determina sus precios aplicando un margen, el 27% tiene en cuenta, como referencia principal, el precio de sus competidores, y el 21% carece de una política de precios autónoma. Como resulta previsible, la utilización de reglas de márgenes es más frecuente entre las empresas europeas que operan en entornos poco competitivos (64%) que entre las que pertenecen a sectores con mayor competencia (50%). Para España, el 61% de las empresas que desarrollan su actividad en mercados poco competitivos utilizan reglas de margen, frente al 44% de las que han de hacer frente a una competencia notable.

Otra clasificación alternativa de las estrategias de fijación de precios es la que distingue entre lo que se conoce en la literatura como *reglas dependientes del tiempo* —según las cuales las empresas revisan sus precios a intervalos temporales predeterminados— y *reglas dependientes del estado* —en las que las empresas revisan sus precios cuando se producen perturbaciones de una cierta entidad—. Este último tipo de reglas proporcionarían mayor capacidad de reacción a las empresas para responder a perturbaciones, por lo que, en principio, cabría esperar que fuesen más frecuentes en sectores con elevada competencia. Sin embargo, la evidencia en este sentido es muy débil: el porcentaje de empresas europeas que emplea reglas dependientes del estado es del 27% en sectores competitivos y del 25% en sectores poco competitivos. En España, los porcentajes son del 39% y 38%, respectivamente.

Otro aspecto considerado es la frecuencia con la que las empresas valoran la conveniencia de variar sus precios. Este proceso de revisión de precios solo se traduce en una modificación efectiva de los precios cuando el análisis que realiza la empresa lo aconseja. La frecuencia de las revisiones de precios también se ve afectada por el grado de competencia de los mercados en los que operan las empresas. Según lo esperado, cuanto más intensa es la competencia, mayor es la frecuencia de revisión de precios (véase cuadro 2). Para el conjunto del área del euro, la fracción de las compañías que revisan sus precios al menos doce veces por año es del 21% entre las empresas que se enfrentan a competencia reducida y del 29% en las sometidas a competencia elevada. En España, se observa esta misma relación, aunque las revisiones de precios son algo menos frecuentes que en el área del euro. En concreto, el porcentaje de compañías que revisan sus precios al menos doce veces por año es del 3% en sectores poco competitivos y del 10% en sectores muy competitivos⁵.

5. En cualquier caso, en la comparación de los datos españoles con la zona del euro se debe tener en cuenta que el término *revisión de precios* ha podido ser interpretado por algunas empresas españolas con el significado de *cambio efectivo en los precios*.

		Frecuencia de revisión de precios (c)			Duración promedio (d)
		2005			
		Menos de cuatro veces	Entre cuatro y doce veces	Más de doce veces	
Área del euro (b)	Todas las empresas	56,5	17,1	26,4	12,3
	Competencia reducida	65,2	13,4	21,2	12,8
	Competencia elevada	52,0	18,6	29,4	10,9
España	Todas las empresas	86,0	7,4	6,6	11,2
	Competencia reducida	92,6	4,1	3,3	12,3
	Competencia elevada	79,8	10,4	9,8	10,1

FUENTE: Banco de España.

a. Competencia percibida medida a partir de la importancia otorgada por las empresas al precio de los competidores para explicar los cambios de precios.

b. Media ponderada de los nueve países para los que se realizó la encuesta, tomando como ponderaciones los pesos en el PIB del área.

c. Número de revisiones de precios por año.

d. Número de meses.

Competencia y rigideces de precios

El análisis de la influencia del grado de competencia de los mercados sobre la rigidez de precios se puede abordar utilizando dos enfoques complementarios: por un lado, estudiando la probabilidad de ajuste de los precios ante diversas perturbaciones y, por otro, analizando la frecuencia de las modificaciones de precios.

Diversas investigaciones recientes han empleado el primer enfoque en distintos países de la UEM, entre ellos España, para analizar en qué medida la intensidad de la competencia en los mercados afecta a la probabilidad de cambios de precios ante distintos tipos de *shocks*⁶. En concreto, se ha analizado la respuesta de los precios cuando se producen perturbaciones de oferta y de demanda, tanto positivas como negativas. En el cuadro 3 se presenta el signo del impacto estimado en los diferentes estudios nacionales disponibles, cuando el efecto resulta significativo. La conclusión general que se deriva es que la probabilidad de que las empresas modifiquen sus precios ante perturbaciones de demanda es mayor cuanto más intensas sean las presiones competitivas. Por ejemplo, si se produce una disminución de la demanda de un producto en un mercado muy competitivo, las empresas han de ajustar sus precios si no quieren ver recortadas sustancialmente sus cuotas de mercado. Este resultado se observa en los distintos países, independientemente de que el *shock* sea expansivo o contractivo, salvo en Portugal y en el caso de las reducciones de la demanda en España. Por el contrario, la velocidad de ajuste ante perturbaciones que modifican los costes no parece depender del grado de competencia de forma significativa.

El segundo enfoque consiste en analizar la relación entre la frecuencia de ajuste de precios y el grado de competencia de los mercados. La aproximación más sencilla consiste simplemente en calcular la frecuencia de modificación de precios de distintos conjuntos de empresas agrupadas en función del nivel de competencia al que hacen frente. Así, como se aprecia en el gráfico 2, las empresas que operan en entornos más competitivos modifican sus precios con mayor frecuencia. En concreto, el porcentaje de empresas españolas

6. Véanse Fabiani et al. (2006) y Álvarez y Hernando (2005).

	Tipo de perturbación			
	Aumento de la demanda	Disminución de la demanda	Aumento de los costes	Disminución de los costes
Austria	+	+	no	no
España	+	no	no	no
Francia	+	+	+	no
Italia	+	+	–	–
Portugal	no	no	no	no

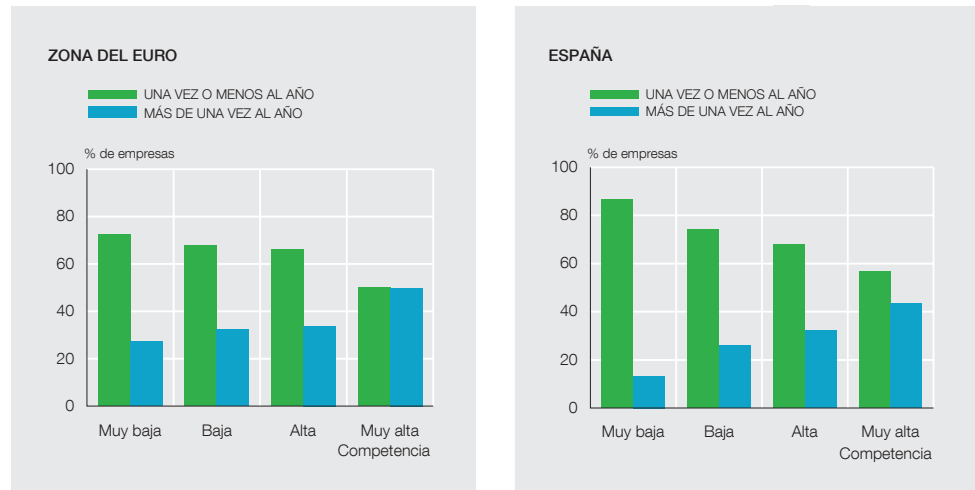
a. El signo + (–) indica que el grado de competencia influye directamente (inversamente) sobre la probabilidad de ajuste de los precios tras una perturbación. «No» indica que el efecto no es significativo.

que modifican sus precios más de una vez al año es del 43% para aquellas que consideran que las decisiones de precios de sus competidores son muy relevantes, pero solo del 13% para las empresas menos competitivas. Para el conjunto de la zona del euro los porcentajes son algo mayores, siendo del 50% y del 27%, respectivamente. En términos de duración promedio, los precios de las empresas españolas cambian cada 11 meses, y los de la zona del euro cada 12 meses. Estas cifras son superiores a los 9 meses que se obtienen para Estados Unidos, lo que pone de manifiesto la mayor rigidez de precios de las economías europeas. También se aprecian diferencias en la duración promedio de los precios en función del grado de competencia de los mercados (véase cuadro 2). Así, las empresas que operan en entornos muy competitivos mantienen sus precios inalterados, en promedio, durante 10 meses en España y 11 meses en el área del euro, mientras que en sectores poco competitivos la duración media es de 12 meses en España y de 13 meses en el área del euro.

En algunos trabajos, como los realizados para España y Holanda⁷, se han utilizado modelos econométricos con datos a nivel de empresas que consideran, además del grado de competencia, el efecto de otros determinantes de la flexibilidad de precios. Estos trabajos corroboran el efecto positivo del nivel de competencia sobre la flexibilidad de precios, que se encontraba con el enfoque anterior.

Para realizar el análisis econométrico de los determinantes del grado de flexibilidad de los precios para el área del euro se ha considerado información, para los diferentes países y ramas de actividad de bienes y servicios⁸, de un subconjunto de las variables consideradas en las encuestas, complementada con información para cada país del grado de regulación de los mercados de productos. La definición de estas variables se había armonizado en Fabiani et al. (2006), lo que asegura un elevado grado de comparabilidad entre países. Con esta información, se ha explorado el papel potencial de una serie de factores que pueden explicar diferencias en el grado de flexibilidad de precios de los diferentes sectores económicos del área del euro. En concreto, en el análisis se han considerado la situación competitiva, el grado de regulación existente en los mercados de productos, la estructura de costes de las diversas industrias y las condiciones de demanda. Asimismo, se añaden variables artificiales para captar diferencias sistemáticas entre países y sectores.

7. Véanse Álvarez y Hernando (2005) y Hoerberichts y Stokman (2006). 8. Las ramas finalmente consideradas en el análisis corresponden a las manufacturas, el comercio, hoteles y restaurantes, y transportes y comunicaciones. Para Alemania y Francia las encuestas únicamente consideraban empresas manufactureras. Véase la versión en documento de trabajo para mayor detalle.



FUENTE: Banco de España.

La medida de flexibilidad de precios que se ha utilizado como variable dependiente en el análisis de la zona del euro es la fracción de las empresas de cada sector que modifica precios al menos cuatro veces al año. Se han empleado dos medidas alternativas para aproximar el grado de competencia en los mercados, que ofrecen resultados muy similares. La primera es la utilizada en el epígrafe anterior. La segunda es el porcentaje de empresas en un sector que emplean reglas de fijación de precios de *mark-up*⁹, y que, como se ha visto, se relaciona inversamente con el grado de competencia. En general, se aprecia que la flexibilidad de precios en la zona del euro y en España¹⁰ se ve afectada positivamente por la intensidad de la competencia en el mercado; es decir, las empresas que operan en entornos más competitivos ajustan sus precios con mayor frecuencia que aquellas otras que actúan en mercados en los que el grado de competencia es moderado (véase cuadro 4). Este resultado es acorde con el obtenido en Álvarez et al. (2005) con información para España de precios industriales.

Para captar el efecto del grado de regulación en los mercados de productos se han empleado dos tipos de medidas. Por un lado, la medida objetiva de regulación de Nicoletti et al. (1999), que se obtiene a partir de 17 indicadores de regulación, de aspectos como la existencia de controles de precios o de barreras de entrada en determinadas industrias. Por otro, la medida subjetiva de Pryor (2002), que refleja las respuestas de empresarios o expertos sobre la existencia y el impacto de diversas regulaciones¹¹. En las estimaciones realizadas se encuentra que, a igualdad de otros factores, en aquellos países en los que la regulación de los mercados de productos es más intensa, los precios son más rígidos, independientemente de la medida concreta elegida. Asimismo, la encuesta española permite identificar las empresas cuyos precios están regulados. Como era de esperar, se observa que estas empresas revisan sus precios con menor frecuencia que el resto.

Las variables de costes que se han utilizado reflejan la importancia cualitativa que conceden las empresas a las variaciones de costes salariales o de materias primas en sus procesos de

9. Esta medida no está disponible para Austria y Luxemburgo. 10. Los datos para España son datos de empresas individuales, mientras que los de la zona del euro corresponden a agregados sectoriales. Las variables explicativas utilizadas también presentan algunas diferencias. Por ejemplo, la variable de costes laborales para la zona del euro procede de las encuestas, mientras que en el caso de la economía española se emplean estadísticas estructurales. Véanse los correspondientes documentos de trabajo para mayor detalle. 11. Estas medidas solo se encuentran disponibles a nivel nacional, pero no para los distintos sectores, por lo que se pueden tener en cuenta en los análisis que consideran diferentes países, aunque no en los análisis nacionales.

Variables explicativas		Zona del euro	España
Competencia		+	+
Regulación de los mercados de productos		–	n.d.
Precio regulado		n.d.	–
Costes laborales		–	–
Materias primas		+	+
Condiciones de demanda		+	+
Empresa pequeña		n.d.	–
Precios atractivos		n.d.	–
Regla sencilla de fijación de precios		n.d.	–

FUENTES: Álvarez y Hernando (2006) para la zona del euro y Álvarez y Hernando (2005) para España.

a. Un signo positivo (negativo) indica que la variable correspondiente contribuye a aumentar (disminuir) el grado de flexibilidad de precios.

determinación de precios. Se observa que las empresas más intensivas en factor trabajo ajustan sus precios con menor frecuencia que el resto, lo que resulta razonable dado que los salarios se modifican habitualmente solo una vez al año. Por el contrario, los precios de las materias primas, como la energía, cambian a menudo, lo que se traduce en el hecho de que las empresas para las que son más importantes estos *inputs* tiendan a ajustar sus precios con mayor asiduidad.

También se encuentra un efecto positivo y significativo de la demanda de productos de las empresas, lo que pone de manifiesto que aquellos sectores en los que las empresas declaran que las condiciones de demanda son muy importantes muestran una mayor flexibilidad de precios. La relevancia de las variables de costes y de demanda en España se ha detectado igualmente en Álvarez et al. (2005) utilizando precios industriales.

El análisis sectorial pone de manifiesto que, una vez que se tienen en cuenta el resto de factores explicativos, el grado de flexibilidad de precios de los servicios es menor que el de las manufacturas. La mayor rigidez se aprecia en los transportes y comunicaciones, y en hostelería, mientras que los precios de producción de alimentos y los de actividades de distribución se modifican más frecuentemente.

Para la economía española se han considerado algunas variables adicionales, asociadas positivamente con la rigidez de precios. Así, las empresas que utilizan reglas de determinación de precios sencillas modifican sus precios con menor frecuencia que aquellas que consideran un conjunto amplio de indicadores sobre las condiciones de mercado presentes y esperadas a la hora de establecer sus precios. Asimismo, el uso de precios atractivos disminuye la flexibilidad de precios, en línea con los resultados para España de Álvarez y Hernando (2006) y de Dhyne et al. (2006) para la zona del euro. Por último, las empresas pequeñas suelen modificar sus precios de forma más esporádica, lo que probablemente refleja el hecho de que resulta necesario alcanzar un cierto tamaño para poder dedicar la atención necesaria a las revisiones de precios, de acuerdo con las fluctuaciones de la oferta y la demanda de los productos de las empresas.

Conclusiones

Los trabajos empíricos recientes que han estudiado los procesos de determinación de precios con datos individuales de empresas muestran una acusada heterogeneidad en el grado de rigidez de los distintos sectores económicos. En este artículo se ha explorado el papel de diversos factores para explicar esta heterogeneidad, a partir de la información proporcionada

por las encuestas de determinación de precios que se han llevado a cabo en España y en otros ocho países del área del euro. La atención se ha centrado en la influencia de las presiones competitivas sobre el grado de flexibilidad de precios, observándose que los precios fijados por las empresas que operan en entornos más competitivos muestran un comportamiento menos inercial. Estas empresas revisan y modifican sus precios con mayor frecuencia y tienden a considerar un amplio conjunto de variables, tanto corrientes como esperadas, para fundamentar sus decisiones. En general, las estrategias de fijación de precios de las empresas más competitivas conllevan una mayor capacidad de reacción ante perturbaciones de diverso origen, lo que supone una mayor flexibilidad de precios y propicia, en última instancia, una asignación más adecuada de los recursos de la economía. Este resultado subraya la necesidad de avanzar en la flexibilidad de los mercados de bienes y, todavía en mayor medida, de servicios, a través del incremento de la competencia.

Asimismo, se observa que los países en los que las regulaciones restrictivas de los mercados de productos son más relevantes se caracterizan por una mayor rigidez de precios. Esta relación aconseja limitar las restricciones regulatorias que deben afrontar las empresas, no solo en cuanto a intervenciones directas en el establecimiento de determinados precios, sino en otros aspectos, como las restricciones a la entrada en los mercados o la escasa agilidad de los procedimientos administrativos. El mayor grado de competencia y la menor importancia del marco regulatorio son factores que seguramente contribuyen a la mayor flexibilidad de precios que se observa en Estados Unidos en comparación con las economías europeas.

19.10.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, L. J., P. BURRIEL e I. HERNANDO (2005a). *Price setting behaviour in Spain: evidence from micro PPI data*, Documentos de Trabajo, n.º 0527, Banco de España.
- ÁLVAREZ, L. J., e I. HERNANDO (2005). *The price setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data*, Documentos de Trabajo, n.º 0537, Banco de España.
- (2006). «Price setting behaviour in Spain: evidence from consumer price micro-data», *Economic Modelling*, 23 (4), pp. 699-716.
- ANDRÉS, J., E. ORTEGA y J. VALLÉS (2002). «Ajustes de precios y estructura de mercado en una unión monetaria», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España, pp. 45-51.
- DHYNE, E., L. J. ÁLVAREZ, H. LE BIHAN, G. VERONESE, D. DIAS, J. HOFFMAN, N. JONKER, P. LÜNNEMANN, F. RUMLER y J. VILMUNEN (2006). «Price setting in the Euro Area and the United States: Some facts from individual consumer price data», *Journal of Economic Perspectives*, 20 (2), pp. 171-192.
- FABIANI, S., M. DRUANT, I. HERNANDO, C. KWAPIL, B. LANDAU, C. LOUPIAS, F. MARTINS, T. MATHÄ, R. SABBATINI y A. STOKMAN (2006). «What firms' surveys tell us about price-setting behaviour in the euro area», *International Journal of Central Banking*, 2 (3), pp. 3-47.
- HOEBERICHTS, M., y A. STOKMAN (2006). *Pricing behaviour of Dutch companies: main results from a survey*, ECB Working Paper n.º 607.
- LÜNNEMANN, P., y T. MATHÄ (2005). *Consumer Price Behaviour in Luxembourg: Evidence from Micro CPI data*, ECB Working Paper n.º 541.
- NICOLETTI, G., S. SCARPETTA y O. BOYLAUD (1999). *Summary Indicators of Product Market Regulation with an Extension to Employment Protection Legislation*, OECD Economics Department Working Papers 226, Paris, OECD.
- PRYOR, F. L. (2002). «Quantitative notes on the extent of governmental regulations in various OECD nations», *International Journal of Industrial Organization*, 20, pp. 693-715.

LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS: UN ANÁLISIS DE TRES AÑOS
DE RESULTADOS

Introducción

El impacto de las variaciones en los tipos de interés de intervención del banco central sobre las decisiones de los agentes económicos se produce, de una manera importante, a través de cambios en las condiciones de financiación ofrecidas por las entidades de crédito. Ese proceso depende, entre otros, de factores como el grado de competencia en los mercados financieros, la disponibilidad de fuentes alternativas de financiación, el valor de las garantías en poder de los prestatarios o la predisposición de los prestamistas para asumir nuevos riesgos. Asimismo, dichas condiciones de financiación pueden verse alteradas por la propia evolución cíclica de la economía. Por tanto, desde el punto de vista de las autoridades monetarias, es importante tener un conocimiento adecuado de cómo evoluciona la oferta de préstamos.

Aunque es posible obtener cierta información al respecto a partir de las estadísticas existentes sobre volumen de fondos concedidos y tipos de interés medios aplicados en su concesión, el contenido informativo de las mismas se ve limitado por la simultaneidad de los movimientos en la oferta y la demanda de crédito y por las características específicas de este mercado, que hacen que el precio (tipo de interés) no sea un buen estadístico resumen de las condiciones en las que se otorgan los nuevos préstamos.

La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB, en adelante) fue introducida a comienzos de 2003, con el fin de mejorar el conocimiento del Eurosistema sobre la evolución del crédito y su papel en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. La EPB se dirige trimestralmente a un conjunto de 87 entidades de crédito del área del euro y contiene diversas preguntas sobre la evolución percibida de la demanda y la oferta de tres tipos de financiación (préstamos a sociedades no financieras, a hogares para adquisición de vivienda y a hogares para consumo y otras finalidades) y de los factores explicativos que subyacen a dicho comportamiento¹. Los resultados vienen haciéndose públicos regularmente en el Boletín Mensual y el sitio web del BCE, a nivel del área, y en el Boletín Económico del Banco de España, en lo que se refiere a las contestaciones de las diez entidades españolas participantes. Estos análisis resumen las respuestas a cada Encuesta trimestral.

En este artículo se amplía el horizonte habitual del análisis (desde el inicio de la EPB hasta el momento actual) para el caso de las instituciones españolas, con el objetivo de obtener una visión global complementaria de los estudios más coyunturales que se llevan a cabo cada trimestre. Para ello, en el siguiente epígrafe, se analiza primeramente el grado de representatividad de las diez entidades encuestadas en relación con el conjunto del mercado. En la tercera sección se describen las principales características de la evolución reciente de la financiación concedida por las entidades de crédito españolas a empresas y familias, y en la sección cuarta, se comentan los resultados de la EPB. Por último, en la quinta sección se incluyen unas breves conclusiones.

Representatividad de la muestra

La EPB fue diseñada para ser representativa a nivel de la UEM. Consecuentemente, el número de entidades encuestadas en cada uno de los países miembros es limitado. Por tanto, antes de analizar el contenido informativo de esta encuesta con respecto de la evolución del crédito en nuestro país, tiene sentido estudiar hasta qué punto el comportamiento conjunto de las diez entidades españolas seleccionadas es representativo de las más de 300 que componen el sector.

1. Véase, al respecto, el artículo «Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España», *Boletín Económico*, mayo de 2003, Banco de España.

% sobre total entidades de crédito	IMPORTE OPERACIONES NUEVAS		SALDOS VIVOS	
	2003	2006 I S	2003	2006 I S
CRÉDITOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS	58,8	49,0	43,4	40,7
< 1 MILLÓN	47,8	41,2	...	...
> 1 MILLÓN	67,6	55,2	...	...
CRÉDITOS A HOGARES VIVIENDA	48,7	47,6	47,8	48,9
CRÉDITOS A HOGARES CONSUMO Y OTROS	36,6	37,6	41,9	39,5
CONSUMO	37,0	41,7	41,4	40,9
OTROS FINES	36,3	34,4	42,4	38,3
TOTAL	55,6	47,6	44,7	43,6

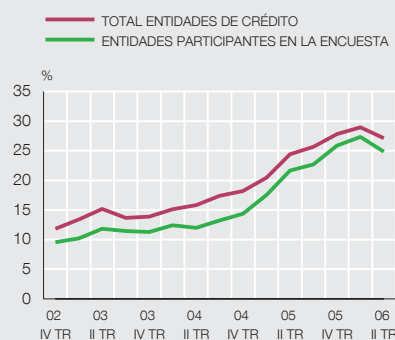
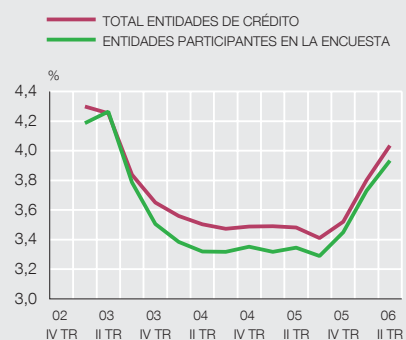
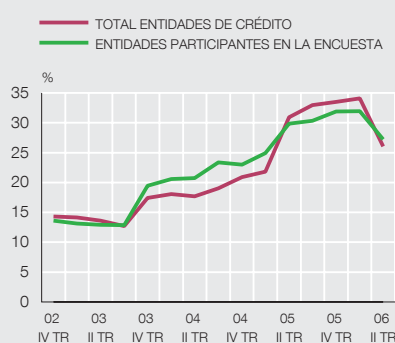
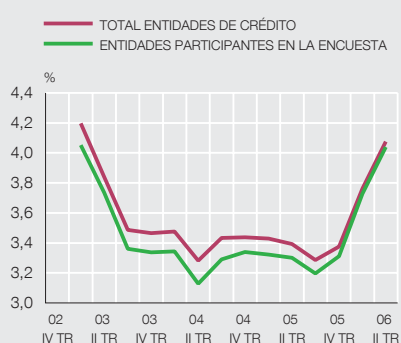
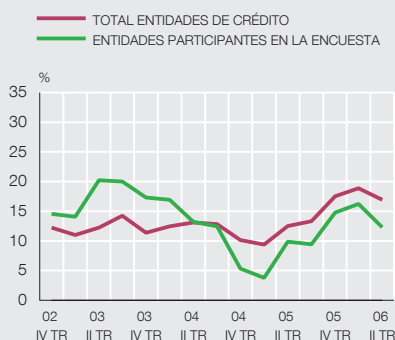
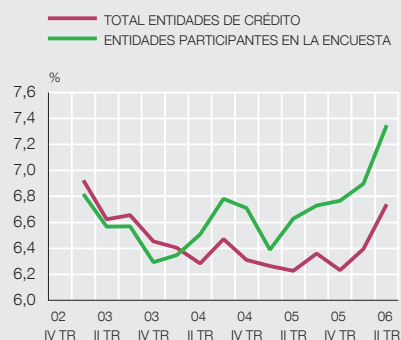
FUENTE: Banco de España.

En el cuadro 1 se presenta información sobre el peso relativo que suponen las entidades encuestadas sobre el total, tanto en lo que se refiere al importe de las operaciones nuevas realizadas en cada trimestre, como con respecto de los saldos vivos de cada uno de los tipos de préstamos analizados. Como puede verse, la cuota de mercado de las entidades participantes ha descendido ligeramente desde el año 2003 hasta el primer semestre de 2006. No obstante, esta es todavía de un 47,6%, en el caso de las operaciones nuevas, y de un 43,6%, en el de los saldos vivos, porcentajes ambos elevados. La muestra es más representativa en el caso de los préstamos a sociedades con un valor superior a un millón de euros (55,2% de las operaciones totales en este segmento) y en los concedidos a hogares para adquisición de vivienda, mientras que lo es algo menos (34,3% de las operaciones totales y 38,3% del saldo vivo) en el caso de los otros créditos a hogares no destinados ni a la adquisición de vivienda ni a la de bienes de consumo duradero y no duradero.

En todo caso, es importante señalar que la lista de entidades seleccionadas se elaboró de forma que, además de alcanzar una cuota de mercado suficientemente alta, recogiera también la diversidad de las instituciones que participan en el mercado de crédito, por lo que se incluyeron instituciones tanto grandes como medianas, y tanto bancos comerciales como cajas de ahorros, cooperativas de crédito y establecimientos financieros de crédito.

En este sentido, una forma más apropiada de estudiar la representatividad de la muestra es comparar la evolución de los saldos y los tipos de interés, en la misma y en la población total. El gráfico 1 presenta dicha comparación, observándose que las diferencias son en general pequeñas, lo que confirma la elevada representatividad de la muestra. No obstante, en el caso del crédito concedido a los hogares para consumo y otras finalidades, las divergencias son algo mayores, como cabía esperar dada la mayor heterogeneidad de la cartera de créditos de las entidades en este segmento².

2. La diferencia entre el tipo de interés medio máximo y mínimo de las diez entidades participantes en la EPB es, en promedio del período, de 0,8 puntos porcentuales (pp), para los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, 1,5 pp, en los concedidos a sociedades no financieras, 3,5 pp en los otros préstamos a hogares, y 7 pp, en los créditos para consumo. Asimismo, la evolución observada a lo largo del período, en el tipo de interés medio relativo a estas dos últimas categorías, se ve afectada por el aumento en más de 4 pp registrado en dos entidades concretas, reflejo principalmente de un cambio en la composición de sus carteras hacia préstamos con un nivel de riesgo mayor. La existencia de estos efectos de composición hace todavía más relevante la información sobre la evolución de las condiciones de la oferta de fondos contenida en la EPB.

**CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.
CRECIMIENTOS INTERANUALES DEL CRÉDITO**

**CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.
TIPOS DE INTERÉS (TAE)**

**CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN
DE VIVIENDA.
CRECIMIENTOS INTERANUALES DEL CRÉDITO**

**CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN
DE VIVIENDA.
TIPOS DE INTERÉS (TAE)**

**CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO
Y OTROS FINES.
CRECIMIENTOS INTERANUALES DEL CRÉDITO**

**CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO
Y OTROS FINES.
TIPOS DE INTERÉS (TAE)**


FUENTE: Banco de España.

Evolución del crédito en España durante el período de vigencia de la EPB

El lanzamiento de la Encuesta, en enero de 2003, tuvo lugar en un contexto de desaceleración económica, en el conjunto de la UEM y en España, acompañada de recortes en el tipo de interés principal de intervención del BCE (véanse paneles superiores del gráfico 2). La desaceleración fue particularmente marcada y prolongada en el caso del área del euro, en donde las tasas de crecimiento interanual del PIB se mantuvieron significativamente reducidas en 2002 y 2003, y la recuperación observada en el primer semestre de 2004 se vio truncada en la segunda mitad del año. En este contexto, los tipos de interés oficiales descendieron hasta niveles históricamente bajos, permaneciendo así hasta finales de 2005. Este carácter expansivo de la política monetaria única, unido a la menor intensidad del episodio de desaceleración económica en España, constituye uno de los principales elementos explicativos de la evolución reciente del crédito en nuestro país.

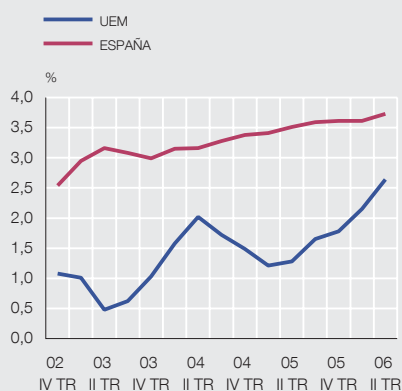
El crédito se desaceleró también entre los años 2000 y 2002, pero se mantuvo creciendo en todo momento a tasas notablemente por encima de las registradas en el conjunto del área del euro. Así, en septiembre de 2002, momento en el que se sitúa el punto de partida de la información recopilada por la EPB, la tasa de crecimiento interanual del conjunto del crédito concedido a sociedades no financieras y hogares en España se situaba ligeramente por debajo del 15%, con crecimientos más elevados de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda y de los concedidos a sociedades inmobiliarias y constructoras (véanse paneles intermedios del gráfico 2). Pocos meses después, a comienzos de 2003, la economía española estaba creciendo otra vez a ritmos superiores al 3% y se iniciaba una senda de recuperación gradual pero continuada. Por su parte, los tipos de interés medios (TAE) aplicados por las entidades a sus clientes continuaron descendiendo, impulsados por la caída en el tipo de intervención oficial del BCE y por la competencia entre las propias entidades, que presionaba a la baja sobre los diferenciales entre el tipo de interés del crédito y el coste de la financiación interbancaria (véanse paneles inferiores del gráfico 2). Resultado de ello, el escenario de desaceleración fue dando paso a una nueva etapa de expansión, primero en el crédito destinado al sector inmobiliario en sentido amplio (préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, a sociedades inmobiliarias y a constructoras), posteriormente, en el concedido a otras empresas no financieras y, finalmente, en el resto de préstamos a hogares para consumo y otras finalidades. Esta secuencia resulta consistente con la evolución de la inversión residencial y de la inversión productiva, así como con el propio comportamiento de las instituciones de crédito, a medida que las expectativas económicas y la solvencia de los prestatarios iban mejorando.

En diciembre de 2005, comenzó un período de progresiva normalización del tono de la política monetaria. No obstante, la lógica incertidumbre en cuanto a su alcance y velocidad y el retardo con el que habitualmente se trasladan los movimientos en los tipos de intervención oficiales a aquellos aplicados por las entidades a su clientela, hacen que estos se sitúen todavía en niveles históricamente reducidos, contribuyendo a favorecer el mantenimiento de tasas elevadas de crecimiento del crédito.

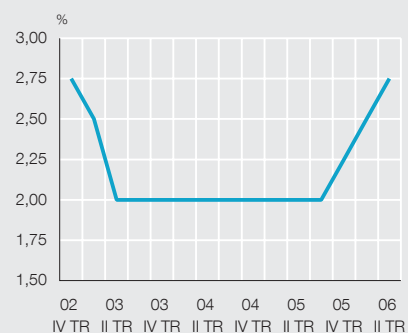
Análisis de los resultados de la Encuesta

La EPB contiene preguntas sobre la evolución de la oferta y la demanda de crédito en el trimestre vencido, los factores explicativos subyacentes a las mismas y las perspectivas para el trimestre en curso. En los paneles de la izquierda del gráfico 3 puede verse la evolución de las dos primeras. Valores por encima (por debajo) de cero indican relajación (endurecimiento) en los criterios de aprobación de nuevos préstamos e incremento (disminución) en la demanda, durante el período correspondiente. En los de la derecha se representan las tasas de variación intertrimestrales del saldo vivo y del importe de las nuevas operaciones contratadas en cada uno de los tres segmentos considerados en la Encuesta. En los casos del crédito a sociedades no financieras y a hogares para consumo y otras finalidades se observa un período inicial

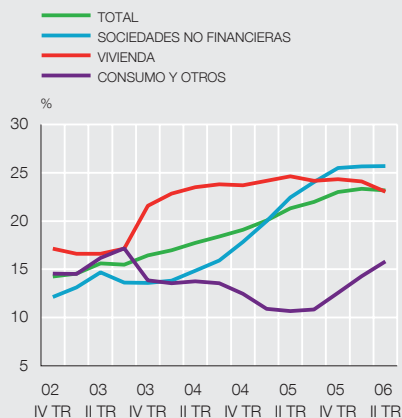
CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB REAL



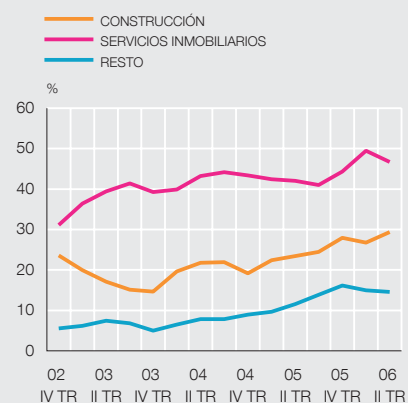
TIPO DE INTERVENCIÓN OFICIAL DEL BANCO CENTRAL EUROPEO



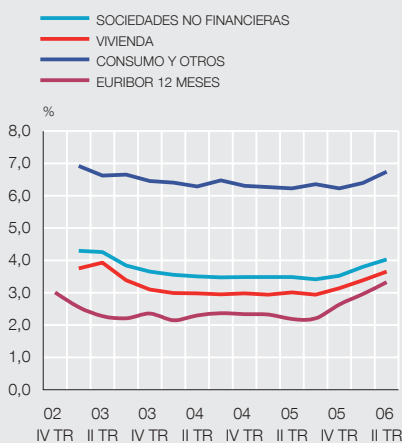
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES. CRECIMIENTOS INTERANUALES



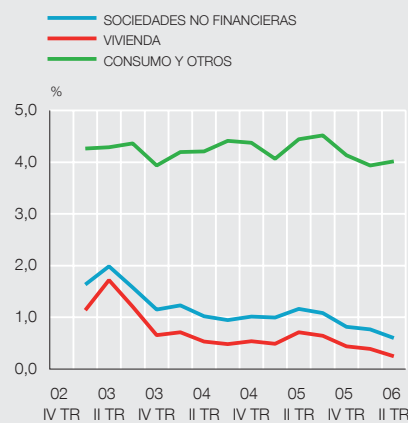
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS. CRECIMIENTOS INTERANUALES



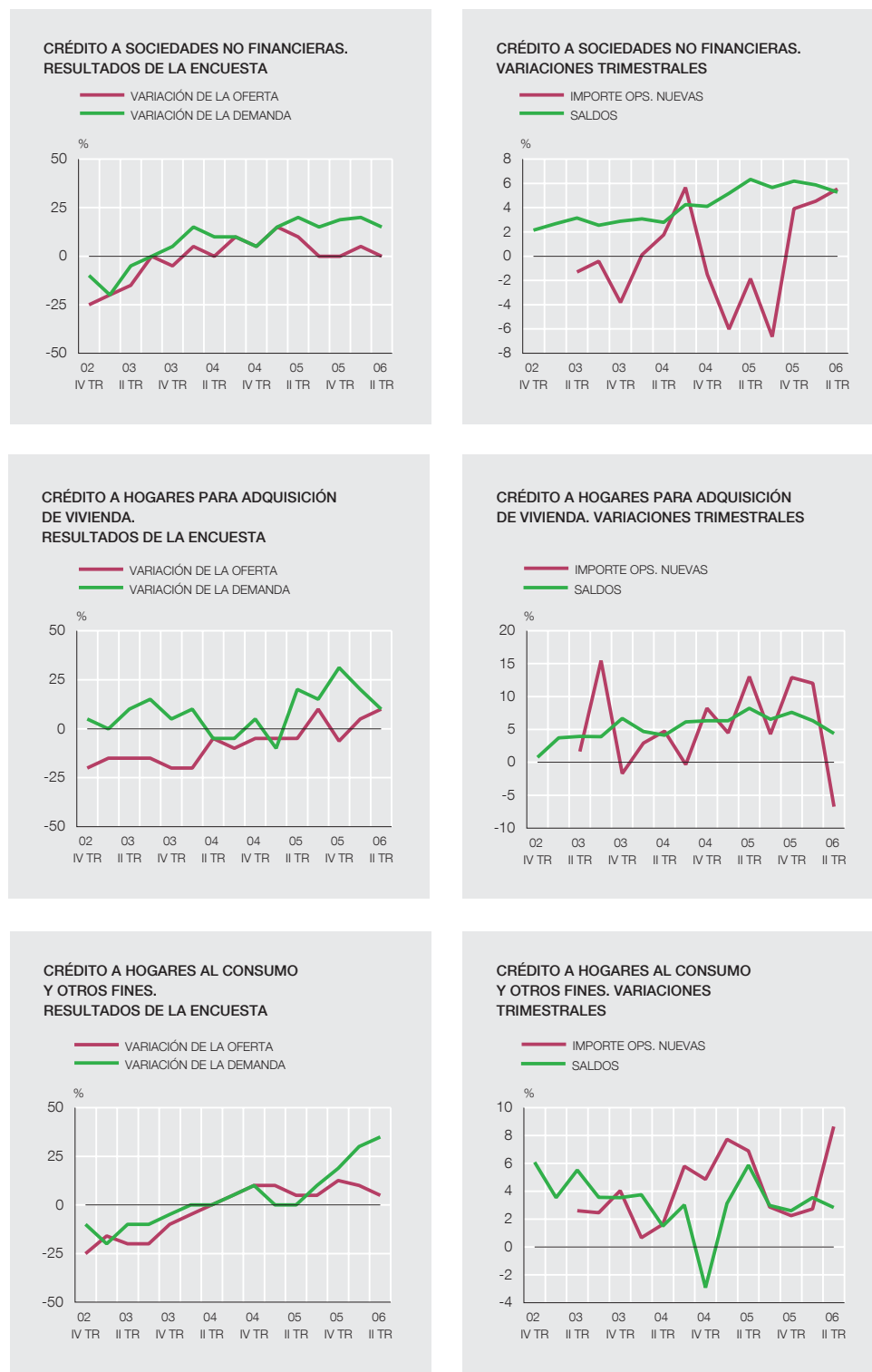
TIPOS DE INTERÉS (TAE) DE OPERACIONES NUEVAS



DIFERENCIALES CON EURIBOR A 12 MESES



FUENTE: Banco de España.



FUENTE: Banco de España.

	CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS		CRÉDITO A HOGARES: VIVIENDA		CRÉDITO A HOGARES: CONSUMO Y OTROS	
	Δ OFERTA	Δ DEMANDA	Δ OFERTA	Δ DEMANDA	Δ OFERTA	Δ DEMANDA
Δ SALDO VIVO						
<i>Interanual</i>	0,43	0,73	0,76	0,44	-0,62	-0,23
<i>Intertrimestral</i>	0,61	0,78	0,40	0,34	-0,51	-0,32
Δ IMPORTE OPS. NUEVAS						
<i>Interanual</i>	0,32	-0,48	0,47	0,73	0,47	0,02
<i>Intertrimestral</i>	0,00	0,20	-0,04	0,53	0,38	0,28
PRO MEMORIA						
Δ OFERTA	...	0,83	...	0,23	...	0,74
Δ PIB						
<i>Interanual</i>	0,70	0,78	0,87	0,33	0,86	0,81
<i>Intertrimestral</i>	0,15	0,39	0,41	0,09	0,50	0,62
TIPO DE INTERÉS (EURIBOR 12 m)						
<i>Nivel</i>	-0,31	-0,03	0,33	0,15	0,04	0,55
<i>Variaciones</i>	0,39	0,68	0,55	0,33	0,62	0,83

FUENTE: Banco de España.

de endurecimiento generalizado de los criterios de aprobación y de descenso de las peticiones, consistente con la posición cíclica de la economía española. Posteriormente, la demanda empezó a repuntar y los criterios de oferta se relajaron, primero en el crédito a empresas y después en el destinado a los hogares para financiar decisiones de consumo y otras. Por su parte, el crédito a los hogares para adquisición de vivienda presenta una evolución menos cíclica. Así, a lo largo de 2003 y principios de 2004, la demanda de los hogares se incrementó, mientras que los criterios de aprobación se endurecieron. Durante el resto de 2004 y principios de 2005, la demanda cayó y la oferta se restringió en menor medida que en el período anterior. Finalmente, desde el segundo trimestre de 2005, volvieron a registrarse aumentos significativos en el número de peticiones, coincidiendo con una cierta relajación en los criterios para la concesión de nuevos fondos.

A grandes rasgos, este patrón de respuestas es compatible con la progresiva aceleración mostrada por el volumen de financiación concedido por las entidades españolas. La Encuesta, pues, pone de manifiesto que dicha aceleración responde tanto a movimientos en la demanda como en la oferta. Ambas tienen un comportamiento procíclico, si bien los aumentos tienden a ser más significativos en la primera que en la segunda. Por otra parte, la duración e intensidad del período inicial de endurecimiento de las condiciones de oferta fueron relativamente moderadas, de forma que los descensos en los tipos de interés oficiales del BCE se trasladaron con prontitud a las condiciones de financiación de las empresas y de los hogares.

Ahora bien, si se calculan las correlaciones simples entre las variaciones en la oferta y la demanda de la EPB y los cambios bien de los saldos vivos o bien del importe de las operaciones nuevas, trimestre a trimestre, no siempre se alcanzan valores significativos (véase cuadro 2). No obstante, este no es un resultado específico de la EPB (ocurre también en otras encuestas comparables) y se puede justificar por varias razones. Así, es preciso tener presente que las divergencias con respecto al comportamiento observado de los saldos vi-

vos y de las operaciones nuevas puede responder también a variaciones puntuales en estos, no relacionadas con cambios en la oferta y la demanda, sino con modificaciones en el volumen de amortizaciones, titulaciones, etc. Por otro lado, las entidades pueden encontrar dificultades para fechar con exactitud cambios que ocurren, normalmente, de manera continua en el tiempo. Por todo ello, si bien lo anterior no invalida la utilidad de la EPB para análisis coyunturales, aconseja no conceder un excesivo peso a los datos de un solo trimestre. Asimismo, para realizar análisis cuantitativos sobre el contenido informativo de la Encuesta será necesario acumular antes una muestra más larga en la que estas lógicas distorsiones estén suficientemente diluidas.

Otro aspecto de la Encuesta que es interesante analizar es el del contenido informativo de las previsiones de las entidades. El gráfico 4 muestra que, con la excepción de la demanda de préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, las previsiones realizadas con respecto de las variaciones esperadas en la oferta y la demanda de crédito en el trimestre siguiente han tendido a estar en línea con lo observado después. En los préstamos para adquisición de vivienda se ha producido sin embargo una infraestimación sistemática de la evolución de la demanda, circunstancia que se explica posiblemente por la incertidumbre sobre el momento preciso en el que el intenso proceso de expansión del sector inmobiliario español comenzará a desacelerarse de una manera significativa. En todo caso, nuevamente aquí no es posible realizar todavía un análisis estadístico fiable.

Además de las variaciones en la oferta y la demanda y las previsiones con respecto de las mismas, la EPB permite conocer los factores explicativos que subyacen a dichas modificaciones, así como las variaciones en las condiciones en que se conceden los préstamos finalmente aprobados por cada entidad. El cuadro 3 resume la información al respecto acumulada a lo largo del período transcurrido desde el inicio de la Encuesta.

La variación neta acumulada de los criterios para la aprobación de nuevos préstamos a sociedades no financieras ha sido en general pequeña (–3). Estos se endurecieron en 15 ocasiones de las 150 posibles (10 entidades y 15 trimestres) y se relajaron en otras 12. Desagregando por plazo de la operación, los criterios de aprobación se endurecieron comparativamente más en las operaciones con vencimiento elevado. Las diferencias por tamaño del prestatario son menos significativas, pero aun así reflejan un comportamiento menos restrictivo con las grandes empresas, sector en el que la creación de la UEM parece haber tenido un efecto de refuerzo de la competencia.

Cabe señalar, no obstante, que una de las principales dificultades a las que se han enfrentado las entidades españolas a la hora de contestar a las preguntas sobre la evolución del crédito a las empresas durante este período ha sido la coexistencia dentro del mismo de dos áreas de negocio con evoluciones y determinantes muy distintos: los créditos —mayoritariamente con garantía hipotecaria— concedidos a promotores y constructores para el desarrollo de nuevas viviendas y el resto de los destinados a actividades productivas. Tanto la demanda como los riesgos y beneficios inherentes a unos y otros han evolucionado de forma distinta a lo largo del período considerado. Por tanto, en la medida en que ambos se consideran de forma conjunta dentro de la Encuesta, las contestaciones constituyen necesariamente un punto medio entre dos evoluciones dispares.

Entre los factores que han contribuido con mayor frecuencia a explicar el endurecimiento en los criterios de aprobación, destacan todos aquellos que tienen que ver con la percepción de riesgos (expectativas relativas a la actividad económica en general, perspectivas sobre sectores o sociedades concretas y riesgos relativos a las garantías), mientras que los relacio-



FUENTE: Banco de España.

	Número de veces que ha:		Media acumulada (a)
	Descendido/ Endurecido	Aumentado/ Relajado	
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS:			
OFERTA (criterios para la aprobación)			
En general	15	12	-3,0
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	13	7	-6,0
Préstamos a grandes empresas	16	15	-1,0
Préstamos a corto plazo	6	12	6,0
Préstamos a largo plazo	23	13	-12,0
FACTORES DE OFERTA			
A) Costes de financiación y disponibilidad de fondos			
Costes relacionados con el nivel de capital de la ent.	7	0	-7,6
Capacidad para acceder a la financ. en los mercados	5	1	-4,0
Situación de liquidez de la entidad	4	0	-4,0
B) Presión de la competencia			
Competencia de otras entidades	1	20	19,0
Competencia de instituciones no bancarias	0	1	1,0
Competencia de la financiación en los mercados	1	8	7,0
Expectativas de la actividad económica en general	19	20	-0,8
C) Percepción de riesgos			
Perspectivas del sector o sociedades concretas	27	15	-15,0
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	12	7	-4,8
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS			
A) Precio			
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	22	13	-10,0
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	42	6	-37,5
B) Otras condiciones			
Gastos, excluidos intereses	14	3	-11,3
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	14	8	-7,2
Garantías requeridas	18	5	-13,0
Compromisos asociados al préstamo	11	11	2,0
Plazo de vencimiento	14	14	2,0
DEMANDA			
En general	11	34	22,8
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	11	36	26,0
Préstamos a grandes empresas	12	33	20,8
Préstamos a corto plazo	5	25	20,8
Préstamos a largo plazo	13	36	21,3
FACTORES DE DEMANDA			
A) Necesidades de financiación			
Inversiones en capital fijo	14	28	9,0
Existencias y capital circulante	4	37	34,1
Fusiones, adquisic. y reestructuración de la empresa	5	17	8,4
Reestructuración de la deuda	7	15	7,9
B) Utilización de otros tipos de financiación			
Financiación interna	0	0	0,0
Préstamos de otras entidades	6	0	-6,0
Préstamos de instituciones no bancarias	1	0	-1,0
Emisión de valores de renta fija	1	0	-1,0
Emisión de acciones	10	12	2,0

	Número de veces que ha:		
	Descendido/ Endurecido	Aumentado/ Relajado	Media acumulada (a)
CRÉDITO A HOGARES ADQ. VIVIENDA:			
OFERTA (criterios para la aprobación)	31	8	-23,3
FACTORES DE OFERTA			
A) Costes de financiación y disponibilidad de fondos	2	0	-2,4
B) Presión de la competencia			
Competencia de otras entidades	2	19	17,4
Competencia de instituciones no bancarias	1	2	0,9
C) Percepción de riesgos			
Expectativas de la actividad económica en general	23	7	-16,0
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	45	0	-45,3
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS			
A) Precio			
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	14	8	-6,0
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	32	1	-31,3
B) Otras condiciones específicas			
Garantías requeridas	17	2	-15,0
Relación entre el principal y el valor de la garantía	37	12	-25,0
Plazo de vencimiento	3	10	7,0
Gastos, excluidos intereses	8	2	-6,0
DEMANDA	17	41	25,3
FACTORES DE DEMANDA			
A) Necesidades de financiación			
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	16	20	4,5
Confianza de los consumidores	12	21	9,8
Gasto de consumo no relacionado con adq. de vivienda	1	1	0,0
B) Utilización de otros tipos de financiación			
Ahorro de las familias	7	4	-3,0
Préstamos de otras entidades	1	1	0,0
Otras fuentes de financiación	1	2	1,0
CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS:			
OFERTA (criterios para la aprobación)	21	14	-6,5
FACTORES DE OFERTA			
A) Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	0,0
B) Presión de la competencia			
Competencia de otras entidades	0	17	17,5
Competencia de instituciones no bancarias	0	2	2,0
C) Percepción de riesgos			
Expectativas de la actividad económica en general	25	11	-14,0
Solvencia de los consumidores	27	3	-24,3
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	10	2	-8,0
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS			
A) Precio			
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	9	4	-5,0
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	38	2	-36,0
B) Otras condiciones específicas			
Garantías requeridas	15	2	-13,0
Plazo de vencimiento	6	1	-5,0
Gastos, excluidos intereses	9	0	-9,3
DEMANDA	22	32	10,8
FACTORES DE DEMANDA			
A) Necesidades de financiación			
Gasto en bienes de consumo duraderos, como automóviles, mobiliario, etc.	19	25	6,3
Confianza de los consumidores	16	21	5,8
Adquisición de valores	12	3	-11,6
B) Utilización de otros tipos de financiación			
Ahorro de las familias	9	3	-5,8
Préstamos de otras entidades	0	3	3,0
Otras fuentes de financiación	1	0	-1,0

FUENTE: Banco de España.

a. La media acumulada tiene en cuenta también la intensidad de las variaciones registradas en la Encuesta, ponderando el doble cuando la misma es «considerable» que cuando es solo «en cierta medida».

nados con los costes de financiación y la disponibilidad de fondos (costes relacionados con el nivel de capital de la entidad, capacidad para acceder a la financiación en mercados y situación de liquidez) lo han hecho en mucha menor medida. Esto último cabe atribuirlo a la favorable situación de solvencia de las entidades y pone de manifiesto que la creciente brecha entre el crédito concedido y los depósitos recibidos del público —y la consiguiente necesidad de recurrir en mayor medida a la financiación, más costosa, de los mercados financieros— no ha supuesto de momento una restricción relevante para la oferta de crédito. Por otro lado, las entidades han relajado sus criterios de aprobación principalmente como resultado de la presión de la competencia, unida a una mejora de la percepción general de los riesgos.

Esta variación prácticamente nula de los criterios de aprobación en el conjunto del período habría sido compatible, no obstante, con un cierto endurecimiento de las condiciones de los préstamos concedidos. Así, tanto los márgenes aplicados —especialmente, los referidos a operaciones de mayor riesgo— como el resto de condiciones exceptuando los compromisos asociados y el plazo de vencimiento, habrían registrado una variación neta acumulada negativa. Dicha evolución contrasta con la tendencia descendente de los diferenciales entre el tipo de interés medio de las nuevas operaciones concedidas a sociedades y el tipo de interés interbancario (véase panel inferior derecho del gráfico 2). Es posible que esto refleje una cierta reticencia de los encuestados a señalar una relajación en los márgenes que aplican a sus nuevas operaciones (un fenómeno contrastado en encuestas comparables realizadas en otros países), aunque también puede ser resultado de posibles efectos composición en la evolución del tipo de interés medio de las operaciones nuevas (por ejemplo, de un aumento en el porcentaje que suponen los préstamos con garantía hipotecaria sobre el total).

La variación acumulada de la demanda de fondos por parte de las empresas es claramente positiva, independientemente del tamaño del demandante o del plazo de concesión. No obstante, la procedente de las empresas pequeñas y medianas parece haber sido ligeramente más expansiva que la de las compañías más grandes, en el conjunto del período, mientras que la de préstamos a corto plazo habría sido menos variable (menos aumentos y disminuciones) que la correspondiente a operaciones con vencimientos mayores. El principal factor explicativo de dicho aumento neto habrían sido las necesidades de financiación de las existencias y capital circulante de las empresas, mientras que las inversiones en capital fijo y los procesos de fusiones, adquisiciones, reestructuración de la empresa y de la deuda habrían contribuido también, aunque en menor medida.

Pasando ahora a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, cabe destacar el endurecimiento neto acumulado de los criterios para la aprobación de nuevas operaciones y de las condiciones de aquellas que fueron finalmente aprobadas (especialmente, en lo que se refiere a los márgenes aplicados a los créditos de mayor riesgo, las garantías requeridas y la relación entre el valor del préstamo y el de la garantía). Esta evolución contractiva contrasta con la evidencia anecdótica existente sobre las continuas ofertas de las entidades en las que se mejoran las posibilidades de endeudamiento de los potenciales compradores de vivienda. La comunicación con las entidades encuestadas ha permitido identificar como una posible explicación de esta paradoja las dificultades que conlleva identificar las variaciones en la oferta derivadas de la incorporación de nuevos productos que llevan asociados tanto unas mayores posibilidades de endeudamiento para el prestatario como unas condiciones de los préstamos más onerosas. Un ejemplo de ello serían los préstamos hipotecarios por el 100% del valor de adquisición, pero en los que la entidad se cubre contratando una cobertura por el exceso del préstamo sobre el 80% del valor de la vivienda, cuyo coste se repercute en el cliente. Esto revela la importancia que tiene el mantenimiento de un diálogo fluido con las entida-

des participantes en este tipo de encuestas con el fin de preservar su contenido informativo sobre un mercado tan dinámico como este.

Los factores señalados por las entidades como explicativos del endurecimiento en los criterios de aprobación de nuevos préstamos hipotecarios, en estos quince trimestres, tienen que ver casi exclusivamente con las perspectivas relativas al mercado de la vivienda y con las expectativas relativas a la actividad económica en general. En sentido contrario, la competencia de otras entidades habría contribuido a la relajación de dichos criterios en 19 ocasiones.

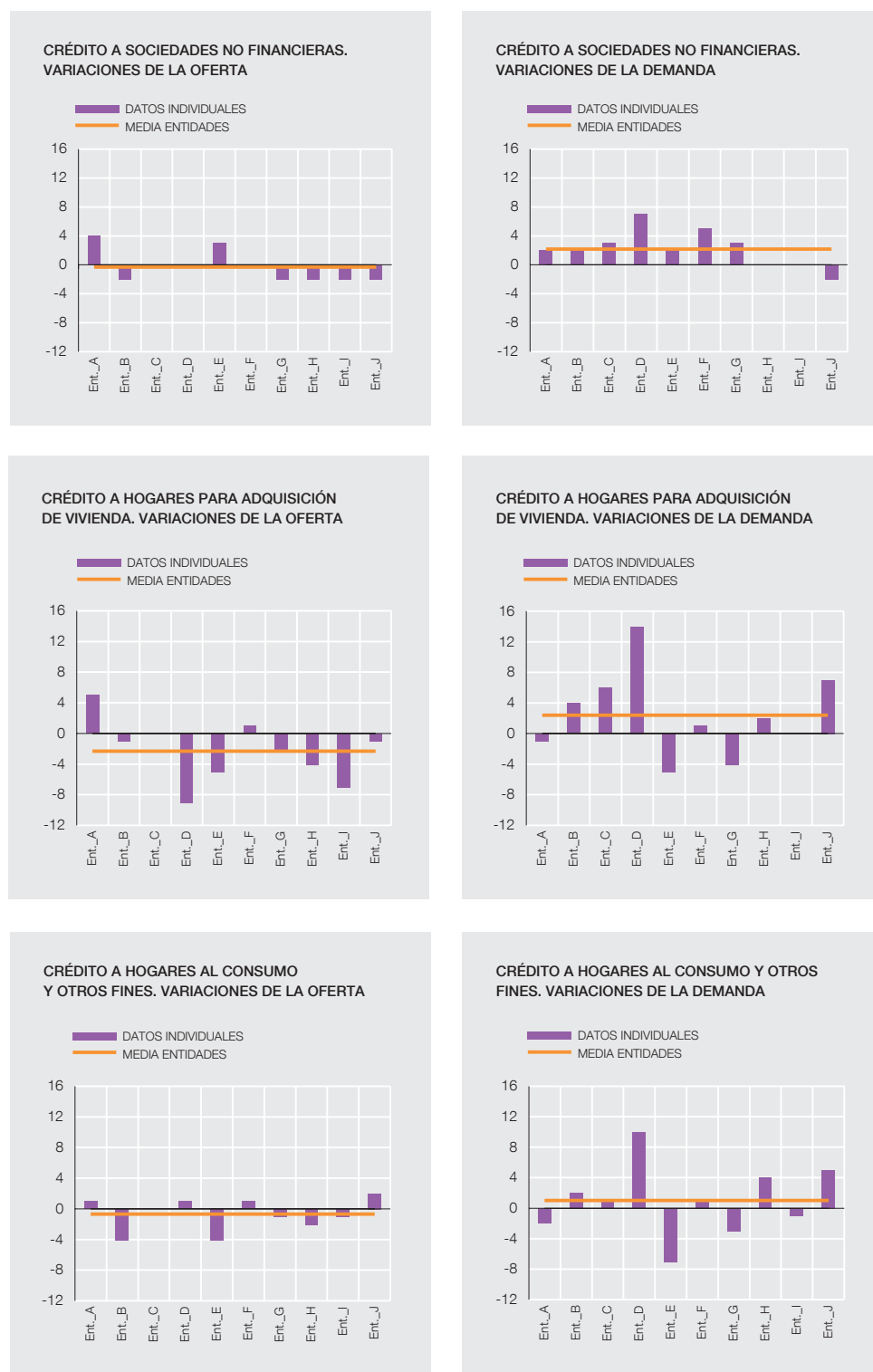
Por el lado de la demanda, la expansión registrada en el período considerado se explica por el aumento de las necesidades de financiación derivadas de las perspectivas de los compradores con respecto del mercado de la vivienda y de la mejora en la confianza de los consumidores. El gasto en consumo no relacionado con la adquisición de vivienda no habría tenido, sin embargo, efecto significativo alguno.

Finalmente, en lo que se refiere a los préstamos a los hogares para consumo y otras finalidades se observa un incremento neto acumulado de la demanda y una ligera contracción de la oferta. Esta evolución neta, como ya se ha señalado anteriormente, es resultado de comportamientos contrapuestos al principio y al final del período analizado. Entre los factores que han contribuido a la expansión de la oferta destaca nuevamente la presión de la competencia, mientras que los asociados a la percepción de riesgos, si bien tienen un comportamiento neto acumulado negativo, han contribuido también al dinamismo reciente de la misma. Por el lado de la demanda, son nuevamente los aspectos relativos a las necesidades de financiación (gasto en consumo duradero y confianza de los consumidores) los que explican básicamente la evolución observada. Respecto de las condiciones de los préstamos, se produce un endurecimiento generalizado. En parte, esto puede responder a una política de las entidades de reducción en el grado de racionamiento en cantidades. Así, en el período más reciente, los bancos habrían relajado sus criterios de aprobación de nuevos préstamos al consumo, concediendo financiación a prestatarios a los que no hubieran aceptado con anterioridad o en circunstancias que no hubieran sido consideradas aceptables en el pasado. No obstante, lo habrían hecho en unas condiciones de precio y otras características acordes con el mayor riesgo de los mismos.

Para concluir este epígrafe, hay que señalar que el análisis agregado realizado oculta la dispersión existente entre entidades. Si bien no es posible detenerse en el análisis individual de todas y cada una de las contestaciones a la EPB, el gráfico 5 da una idea de esta, en el caso particular de las variaciones en la oferta y la demanda de cada tipo de crédito. Como puede verse, las diferencias son particularmente marcadas en la demanda de préstamos de los hogares. Cabe destacar también el comportamiento de la oferta de fondos para adquisición de vivienda, en donde, en el conjunto del período, tan solo dos entidades (y una de ellas marginalmente) declaran haber relajado los criterios que utilizan para la selección de las operaciones que deciden aprobar. Ya se ha señalado anteriormente cómo este resultado contrasta con la evidencia anecdótica sobre la competencia entre las entidades en este segmento.

Conclusiones

La EPB fue concebida para mejorar el conocimiento del Eurosistema sobre la evolución del crédito y su papel en el mecanismo de transmisión de la política monetaria única, permitiendo distinguir los movimientos en la demanda y en la oferta de préstamos a los hogares y a las empresas residentes en el área del euro. No obstante, y a pesar de que el número de entidades españolas participantes (10) es reducido cuando se compara con la dimensión del sistema crediticio nacional, se ha presentado evidencia que muestra que la EPB resulta útil también como fuente de información sobre la evolución del crédito en nuestro país.



FUENTE: Banco de España.

El análisis realizado revela, así, que el crecimiento registrado en los últimos años por el volumen de financiación concedido por las entidades de crédito nacionales al sector privado no financiero en España es un resultado conjunto de movimientos tanto en la demanda como en la oferta. Tras un período inicial, en torno a 2003, de incertidumbre y de mayor cautela por parte de las instituciones de crédito, estas han tendido a relajar sus criterios para la aprobación de nuevas operaciones, ampliando las posibilidades de financiación de empresas y familias, como consecuencia principalmente de las presiones de la competencia y de la mejora de las perspectivas económicas y de la solvencia de los prestatarios. En todo caso, se ha argumentado también que será necesario esperar a la acumulación de una serie histórica más larga antes de poder realizar análisis cuantitativos más precisos del contenido informativo de la EPB.

En el artículo se han comentado adicionalmente algunos aspectos de la Encuesta que han requerido ajustes de interpretación, que, por otro lado, cabe calificar de normales habida cuenta tanto del relativamente corto tiempo de vida de la EPB como de los procesos de innovación que caracterizan normalmente el funcionamiento de los mercados financieros. La experiencia de encuestas similares realizadas en otros países así lo indica. La colaboración con las entidades participantes, dentro de un proceso dinámico, será fundamental para minimizar estas fricciones y para aumentar el contenido informativo de las respuestas. La incorporación por primera vez en julio de este año de una pregunta adicional relativa a los préstamos con garantía hipotecaria para finalidades distintas de la adquisición de primera vivienda ofrece un ejemplo de los resultados que se pueden esperar de ese proceso.

19.10.2006.

LAS REMESAS DE EMIGRANTES Y EL PAPEL DE LA BANCA EN LA PROFUNDIZACIÓN
FINANCIERA DE LOS PAÍSES RECEPTORES

Las remesas de emigrantes y el papel de la banca en la profundización financiera de los países receptores

Este artículo ha sido elaborado por Enrique Alberola, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

Las remesas de emigrantes constituyen un mecanismo cada vez más relevante para la transferencia de recursos de los países desarrollados —normalmente receptores de inmigrantes— a los países en vías de desarrollo —origen de la emigración— y constituyen una de las fuentes más importantes de captación de recursos del exterior en estos países. Según el Banco Mundial, en 2005 el flujo de remesas internacionales a los países en vías de desarrollo alcanzó los 169.000 millones de dólares y está creciendo a tasas superiores al 10% en la mayoría de las regiones receptoras. Este crecimiento está siendo particularmente intenso en el área latinoamericana, sobre todo en países como México, Centroamérica y los países andinos. En algunos de ellos, la recepción de remesas supera anualmente el 10% del PIB.

El floreciente mercado de las remesas está dominado, a escala global, por un escaso número de operadores no bancarios, las llamadas empresas remesadoras, que controlan cerca del 90% de las transacciones. A pesar de la reducción de costes que ha tenido lugar los últimos años, debida a una mayor competencia y a los avances tecnológicos, los costes de envío de las remesas son percibidos como elevados y divergen notablemente según el origen y el destino de la transacción. Estos rasgos revelan un mercado segmentado y de estructura no competitiva, lo que permite la apropiación de rentas por parte de las empresas [véase Orozco (2003)]. A pesar de que los bancos constituyen uno de los pilares fundamentales de las transacciones financieras internacionales, su presencia en este mercado es muy escasa. En Estados Unidos, por ejemplo, los bancos apenas controlan el 3% de las transacciones de remesas entre este país y México [Orozco (2004)]. Aunque, como se describirá más adelante, esta estructura puede ser explicada en buena medida por las características del mercado, de los países de origen de los emigrantes y por el alto grado de especialización de las remesadoras, se está observando en los últimos años un interés creciente por parte de las entidades financieras por incrementar su presencia en el mercado de las remesas.

En España, el mercado de remesas ha experimentado un desarrollo muy intenso. Nuestro país ha asistido en la última década a un proceso acelerado de inmigración, como refleja el acusado incremento de la población extranjera en nuestro país, que ha pasado del 2,2% de la población total en 1999, al 8,5% en 2005. En paralelo, los pagos por remesas se han incrementado sustancialmente, creciendo a tasas promedio cercanas al 30% anual y llegando a superar el medio punto del PIB el año pasado [véase Alvarez et al. (2006)]. El crecimiento de estos recursos ha propiciado, más recientemente, el desarrollo de estrategias por parte de las entidades financieras para captar las remesas de emigrantes, aunque, en muchos casos, el envío de remesas es contemplado como un servicio financiero adicional, instrumental para atraer a inmigrantes como clientes, más que como un objetivo en sí mismo. En cualquier caso, cabe subrayar que la banca española posee una característica específica potencialmente relevante, particularmente en el contexto de este artículo, para su posicionamiento en el mercado de remesas: su importante presencia en algunos de los países de origen de la inmigración a España, principalmente en América Latina.

El mercado de remesas también ha atraído el interés de los organismos multilaterales y de desarrollo, así como el de los Gobiernos nacionales [véase, por ejemplo, Banco Interamericano de Desarrollo (2006)]. El elevado coste de las remesas y, por tanto, la detracción de recursos que supone para los emigrantes y sus familias en los países de origen, normalmente de bajo

desarrollo económico, es considerado como un elemento de inequidad. Pero, además, la mayoría de los países receptores de remesas se caracterizan por tener un bajo grado de bancarización y profundización financiera, lo que es una limitación importante al crecimiento [como ha sido demostrado, entre otros, por Levine (1997)]. La recepción de las remesas por sectores de la población con difícil acceso al crédito y a los servicios financieros supone que aquellas podrían actuar como palancas del desarrollo financiero en estos países, si se dieran las condiciones y el marco de actuación adecuado. Las empresas remesadoras tienen un papel de intermediario pero no ofrecen servicios financieros (crédito, apertura de cuentas corrientes, etc.), por lo cual su papel en este ámbito es limitado. Por el contrario, si las remesas fueran intermediadas en el país de destino por la banca, su efecto catalizador de la profundización financiera sería mucho más efectivo, contribuyendo así de un modo indirecto al desarrollo económico.

A pesar de la creciente relevancia de las remesas y del interés que atraen por parte de las instituciones financieras y académicas, apenas existen contribuciones que estudien el mercado de las remesas desde el punto de vista de los intermediarios financieros participantes. En este artículo se describe un modelo de entrada de los bancos en el mercado de remesas, basado en las consideraciones hechas en los párrafos anteriores¹. Es importante subrayar que este modelo tiene un cierto carácter normativo, pues, más que recoger la dinámica real del mercado, formaliza los potenciales efectos beneficiosos de la participación de las entidades financieras intermediando ahorro y crédito en los países de origen de la emigración.

El modelo parte de una estructura monopolista del mercado, derivada de que los bancos sufren una desventaja competitiva y que se traduce en barreras de entrada en este mercado. No obstante, los bancos tienen una ventaja potencial que les permitiría contrarrestar esta limitación, fundamentada en su capacidad de ofrecer crédito y de remunerar el ahorro de los emigrantes en el país de destino. Los resultados demuestran que el impacto positivo principal de los bancos se deriva de la mayor competencia que introducen en el mercado —que permite reducir notablemente el coste de las remesas— y no tanto de los beneficios para los clientes derivados de los servicios financieros ofrecidos. No obstante, los recursos generados por estos servicios financieros —derivados del margen de intermediación financiera— son los que permiten a los bancos eliminar las pérdidas en las que incurrirían en el negocio de las remesas debido a sus desventajas competitivas respecto a las empresas remesadoras y, por lo tanto, son los que les permiten competir con ellas. En primer lugar, se describen las características del mercado de las remesas, tanto de los emigrantes y sus familias, como de los agentes financieros participantes, remesadoras y bancos. A continuación se resume el modelo cuyos supuestos reflejan tales características, para después presentar los resultados y las conclusiones. Estas se resumen en que, desde el punto de vista de los emigrantes y sus familias, los beneficios de la entrada de los bancos y de la reducción de costes se traducen en un incremento de las remesas enviadas, en la aparición de ahorro en el país receptor y en un mayor nivel de consumo y bienestar para ambos. Desde el punto de vista macroeconómico, estos dos últimos efectos también se dan, pero, además, la capacidad de los bancos de ofrecer depósitos remunerados y créditos permite incrementar el ahorro nacional y la profundización financiera.

Características del mercado de remesas

Los motivos por los que los emigrantes remiten remesas explican, en buena medida, las características específicas de estas transacciones financieras y determinan el planteamiento del modelo. El altruismo ha sido identificado como el motivo principal [véase Solimano

1. Este modelo se desarrolla formalmente y en detalle en el Documento de Trabajo n.º 0621 *Banks, remittances and financial deepening in receiving countries. A model*, escrito conjuntamente con Rodrigo César Salvado, del Banco Centroamericano de Integración Económica.

(2003)], si bien en muchos casos hay otras razones que también determinan el monto y la frecuencia de las remesas: el reembolso de las cantidades adelantadas por las familias, el motivo de aseguramiento —que se materializaría en el caso de que la experiencia del emigrado acabe siendo negativa— y el propio interés, pues en muchas ocasiones las remesas están destinadas a inversiones en el país de origen realizadas por o hechas en nombre del propio emigrante. El altruismo implica que la preocupación por y la responsabilidad hacia la familia son motivos fundamentales para enviar remesas, y, por lo tanto, de estos envíos el emigrante deriva una utilidad. La importancia del altruismo ha sido probada recientemente por Chami et al. (2005). Esta idea es incorporada al modelo y es la principal característica diferencial de la función de utilidad del emigrante, respecto a otros enfoques más comunes. El grado de altruismo depende de las características del emigrante, en particular, de la situación en la que queda la familia en el país de origen. El tiempo de residencia del emigrante en el país de destino es una consideración particularmente relevante. La proporción de remesas sobre el salario tiende a ser reducida al inicio —por la precariedad de la situación del emigrante—, alcanza un máximo al cabo de unos años y posteriormente decae, al irse diluyendo los vínculos con el país de origen, debido a procesos de reunificación familiar u otros factores. El tiempo de estancia del emigrante también reduce la resistencia a utilizar canales alternativos para el envío de remesas, como el bancario, debido a que los emigrantes ganan acceso a cuentas bancarias y también disminuye su desconfianza hacia la banca. Esto favorecería, con el tiempo, una reducción, al menos parcial, de las ventajas de las remesadoras en el mercado.

En efecto, las remesadoras disfrutan de un perfil de especialización que les permite competir ventajosamente en el mercado de las remesas. Estas empresas actúan como meros transmisores de dinero (no ofrecen servicios financieros aparejados al envío de la remesa, como sería natural en los bancos), pero lo hacen de un modo muy efectivo. Las tarifas cobradas por las remesas dependen del tipo de servicio ofrecido (velocidad de entrega, servicio a domicilio, etc.) y, además, aplican una tarifa cambiaria que suele ser menos favorable que la de mercado. En 2001 estos costes se estimaban entre el 8% y el 40% de la cantidad enviada y, aunque en los últimos años han disminuido, aún se percibe un amplio margen de reducción, al que una mayor competencia podría contribuir. Sin embargo, la banca, que sería un candidato natural para ocupar un espacio en ese mercado, no ha conseguido una participación elevada en él. Por una parte, las instituciones financieras no han mostrado demasiado interés hacia el negocio de las remesas, si bien esta situación está cambiando en los últimos años; por otra, pueden existir razones objetivas por las que es difícil sustituir o competir efectivamente con las remesadoras en el mercado.

La capilaridad de la red de las remesadoras, que a menudo actúa a través de agentes y en establecimientos muy variados, tanto en origen como en destino, así como el sistema de transferencia de dinero, desarrollado específicamente para hacerlo llegar de manera rápida y en pequeñas cantidades a todos los rincones del mundo, les ha dado una notable ventaja comparativa sobre otros canales alternativos. Frente a ello, la estructura menos diversificada de los bancos y sistemas de pagos menos ágiles suponen una limitación competitiva importante. El comportamiento de los clientes —emigrantes y sus familias receptoras— también constituye una ventaja para las remesadoras. Así, algunos autores [Suro et al. (2003)] revelan que muchos emigrantes recelan de los bancos y otras instituciones financieras. En muchos casos esta desconfianza está ligada a experiencias de crisis financieras (por parte de los emigrantes —o de sus familias—), con la consiguiente pérdida de valor de sus ahorros. También los mayores requisitos de documentación y transparencia en las transacciones bancarias favorecen a las remesadoras, dada la adscripción del emigrante en muchos casos al sector informal o irregular del mercado de trabajo en el país de destino.

Recientemente, las instituciones financieras, tanto en España como en otros países con un flujo importante de remesas, están desarrollando iniciativas encaminadas a soslayar estas limitaciones. Destacan la asociación con agentes en los países de destino, entre los que se incluyen las propias remesadoras, que faciliten la llegada de las remesas a las familias, o la promoción del uso de las remesas como un servicio financiero complementario en el país de residencia del emigrante. Cabe notar, sin embargo, que en estas iniciativas los bancos no actúan necesariamente como intermediarios financieros propiamente dichos, ni en el país de emisión de las remesas, ni mucho menos en el país de recepción.

Esta consideración es importante, puesto que el enfoque que se adopta en el trabajo en que se basa este artículo es el papel de los intermediarios financieros en el mercado de remesas, y su impacto sobre la profundización financiera de los países receptores. Para que la banca actúe propiamente como tal, las remesas deben ser depositadas en cuentas corrientes o de ahorro en el país receptor, de tal modo que se alimente el *stock* de fondos prestables. Por otro lado, el flujo continuado de remesas podría constituir un aval o colateral para acceder a crédito por parte de los receptores de remesas, puesto que estas tienden a ser recursos estables y, además, suelen mantenerse o incluso incrementarse cuando la situación económica de las familias se deteriora. Este tipo de comportamiento contribuiría a un incremento de la bancarización en los países de recepción, en la medida en que tanto los depósitos como los créditos aumentarían, y a una mayor tasa de ahorro, cuya elevación en muchos de estos países —sobre todo en América Latina— también es considerada un factor importante para el crecimiento. Además, en bastantes casos —aunque no en todos, como se subraya en un estudio reciente del Banco Mundial (2006)— los emigrantes provienen de sectores de población de nivel económico bajo y medio, lo que implica que sus familias en los países de origen no tienen acceso a los servicios bancarios. Incluso si el uso del canal bancario se limitara al envío de remesas, se tenderían a crear redes de confianza entre las instituciones financieras y los clientes, en ambos sentidos, y a mejorar la cultura financiera de los emigrantes y de los receptores de remesas, pudiendo constituir así un paso previo y complementario a la bancarización efectiva de las remesas. Por todo ello, la intermediación de las remesas por parte de la banca no solo tendría efectos cuantitativos positivos sobre el desarrollo financiero, sino también cualitativos, al ampliar el acceso a sectores de la población ahora excluidos.

Planteamiento del modelo y resolución

El modelo desarrollado en el trabajo pretende recoger los rasgos principales del mercado de remesas, si bien, a diferencia de lo que ocurre en la realidad, se asume que los bancos actúan efectivamente como tales en los países receptores de las remesas. Los principales rasgos específicos del modelo son los siguientes:

- Los emigrantes envían remesas a sus familias en el país de origen, en función de su altruismo. Esto implica que la satisfacción de los emigrantes (especificada en su función de utilidad) se deriva de su propio consumo y del consumo que permite alcanzar a sus familias a través del envío de las remesas.
- Existen dos intermediarios en el envío de remesas: las empresas remesadoras y los bancos. Ambos agentes maximizan sus beneficios en función de los costes en los que incurren y de la demanda de sus servicios por parte de los emigrantes.
- Los bancos actúan como instituciones financieras propiamente dichas, mientras que las remesadoras solo transmiten el dinero. Esto supone que los bancos se diferencian operativamente de las empresas remesadoras en dos aspectos (véase cuadro 1): (i) pueden ofrecer una remuneración por las remesas cuando los

	Banca	Remesadora
Remuneración del ahorro	SÍ	NO
Extensión del crédito	SÍ	NO
Desutilidad asociada a su uso	SÍ	NO

FUENTE: Banco de España.

receptores las depositan en cuentas de ahorro (en el país de origen del emigrante), y (ii) los receptores pueden obtener crédito del banco a cuenta del futuro envío de remesas.

- Los bancos cuentan con una desventaja competitiva respecto a las remesadoras, debido a los factores comentados anteriormente (desconfianza, menor eficiencia en la gestión del envío, etc.). Esta desventaja se ve reflejada en el proceso de optimización de los agentes, donde se recoge la desutilidad asociada al canal bancario a través de un parámetro específico. La capacidad de los bancos de ofrecer remuneración por el ahorro depositado e ingresos por el crédito concedido —derivando unos ingresos en forma de margen de intermediación de ello— es la que puede permitir a los bancos contrarrestar su desventaja competitiva en el modelo.
- El modelo se resuelve en un marco de dos períodos y en un contexto de información perfecta. Con el fin de simplificar los resultados, se supone que la única fuente de ingreso de los familiares de los emigrantes son las remesas.

El planteamiento del modelo supone que el emigrante, tomando en cuenta la satisfacción de sus familias en el país de origen y las condiciones para el envío de remesas, debe tomar dos decisiones a través de un proceso de maximización de su utilidad: i) la cantidad de remesas a enviar en cada uno de los períodos, como proporción de sus ingresos, y ii) el canal a través del que las remesas son enviadas. Sobre la base de este proceso de optimización y dados los costes operativos y los tipos de interés vigentes en el mercado, los intermediarios financieros deciden las tarifas de envío de las remesas y, en el caso de los bancos, los tipos de interés de activo y de pasivo.

La resolución del modelo bajo estos supuestos es compleja, por lo que se requiere calibrar los parámetros y acudir a métodos de resolución numérica. Entre los parámetros a calibrar se incluyen, además de los mencionados parámetros de desutilidad y de altruismo, el coste marginal del envío de las remesas, el factor de descuento intertemporal aplicado por los agentes y la preferencia relativa de suavización de consumo.

Antes de pasar a describir los resultados de la entrada de los bancos en el mercado de remesas, es conveniente observar cuál es el impacto de un cambio en los principales valores y parámetros sobre las variables relevantes: las remesas enviadas, los niveles de consumo y ahorro del emigrante y su familia y la tasa de ahorro. Estos impactos se recogen resumidamente en el cuadro 2.

En primer lugar, un incremento del ingreso del emigrante en el primer período ($t=1$) implica un incremento de las remesas totales enviadas; no obstante, aunque aumentan en el período inicial, se

Efecto sobre (a)	Variable que aumenta				
	Ingreso t=1	Ingreso t=2	Coste de envío	Altruismo	Tipo de interés
Remesas t=1	+	—	—	+	+
Remesas t=2	—	+	—	+	—
Remesas t=2					
Remesas t=4					
Consumo emigrante t=1	+	+	+	—	—
Remesas t=3	+				
Consumo emigrante t=3	+				
Consumo emigrante t=2	+	+	+	—	+
Consumo emigrante t=2	+				
Consumo emigrante t=4	+				
Consumo familias t=1	+	+	—	+	—
Consumo emigrante t=3	+				
Ahorro familias t=3	+				
Consumo familias t=2	+	+	—	+	+
Ahorro familias t=2	+				
Consumo emigrante t=10	+				
Ahorro	+	—	+	—	+

FUENTE: Banco de España.

a. t denota el período de referencia.

reducen las enviadas en el segundo período ($t=2$). Esto es así porque, dada la preferencia intertemporal y la remuneración del ahorro, parte de las remesas se ahorrarían. Esta reasignación intertemporal de recursos permite incrementar el consumo en ambos períodos tanto a los emigrantes como a su familia. Lo contrario ocurre cuando el incremento del ingreso se da en el segundo período: caen las remesas en el primer período y aumentan en el segundo, y la reducción en el ahorro (o el crédito) permite incrementar a ambos agentes el consumo en ambos períodos.

El coste de envío de las remesas tiene un impacto negativo, como es de esperar, sobre las remesas enviadas en ambos períodos. Esto supone una caída del consumo de las familias y un aumento del consumo del emigrante, quien, sin embargo, puede ver reducida su utilidad, debido a su carácter altruista. El ahorro de las familias aumenta, debido a que la reducción de las remesas en el primer período reduce los ingresos por intereses sobre lo ahorrado en el segundo período, e intentan mitigar esta pérdida con una mayor tasa de ahorro. El nivel de altruismo del emigrante tiene el impacto opuesto. Un incremento del altruismo incrementa las remesas en ambos períodos, reduciendo el consumo de los emigrantes e incrementando el de su familia. El ahorro cae, debido al mayor ingreso en el segundo período derivado tanto del incremento de remesas como de los intereses sobre el ahorro.

Por último, el impacto de los cambios en el tipo de interés —que, como se ha señalado, solo es relevante cuando los bancos actúan en el mercado— puede ser diferente según las familias ahorren o pidan crédito. Hay varios canales a través de los cuales los tipos de interés afectan a las remesas. En primer lugar, el aumento en el tipo de interés genera un efecto renta, positivo para las familias que ahorran (al aumentar los ingresos en el segundo período), pero ne-

gativo cuando piden crédito. En segundo lugar, se da un efecto de sustitución intertemporal: con mayores tipos de interés hay un incentivo a posponer el consumo al segundo período, lo que induce un mayor nivel de ahorro. Si las familias ahorran, ambos efectos actúan en la misma dirección en el período inicial, mientras que, si están endeudadas, el efecto sustitución domina —dados parámetros razonables del modelo—, por lo que el ahorro aumenta en cualquier caso. De este modo, el incremento del tipo de interés induce menos consumo de las familias en el período inicial y más en el segundo período, pero el efecto total es positivo. Los cambios en el tipo de interés también afectan a las remesas y a su asignación temporal. Los emigrantes saben que pueden inducir a sus familias a ahorrar más aumentando las remesas en el primer período y reduciéndolas en el segundo. Con mayores tipos de interés esta decisión implica una mayor capacidad de consumo, por lo que las remesas se anticipan al primer período y el ahorro aumenta.

Principales resultados

Los resultados se presentan para dos casos diferentes, según las características de los emigrantes. En el primer caso, los emigrantes reciben una misma cantidad de ingresos en ambos períodos, mientras que, en el segundo caso, los ingresos son crecientes; de este modo, es posible observar las diferencias del modelo en el caso en el que las familias desean ahorrar y en el que desean endeudarse.

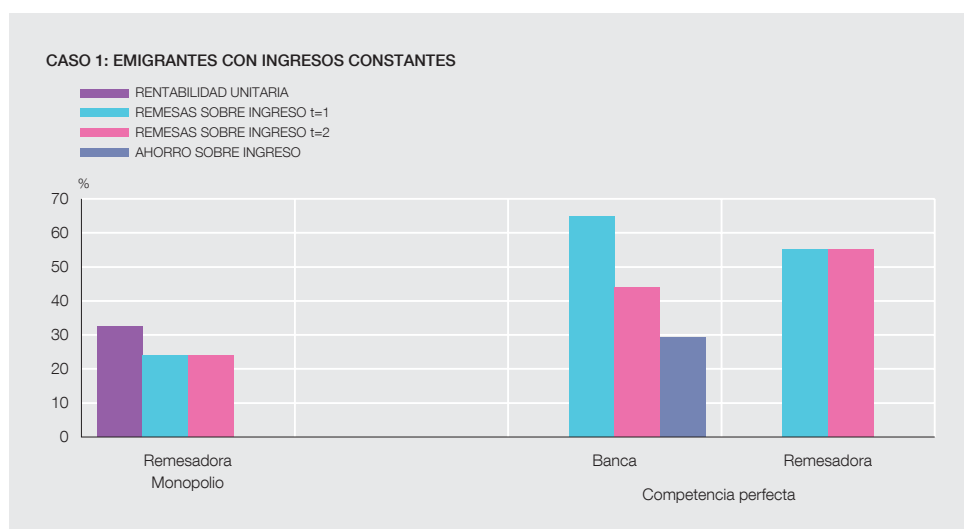
La resolución del modelo es secuencial. En primer lugar se deriva la solución cuando solo las empresas remesadoras actúan en el mercado, para luego contemplar la entrada de los bancos. Los bancos solo serán capaces de competir en el mercado bajo ciertas condiciones y, en ese caso, se pasará de una situación monopolista a una situación de competencia perfecta.

CASO 1. EMIGRANTES CON INGRESOS CONSTANTES

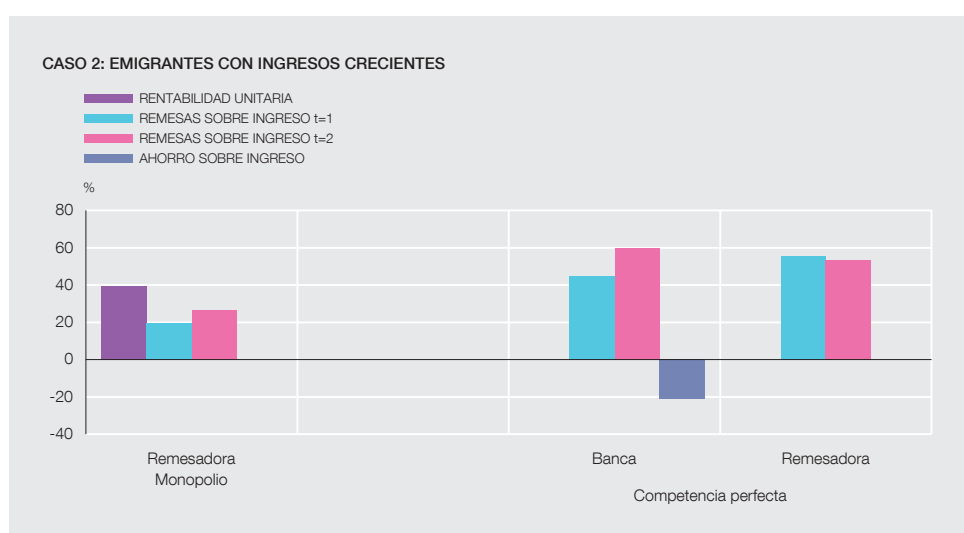
Cuando las remesadoras actúan en solitario, se comportan como monopolistas. La falta de canales alternativos implica en el modelo unas tarifas muy elevadas y muy por encima del coste operativo de las remesas. La rentabilidad unitaria del envío de remesas, calculada como la diferencia entre la tarifa aplicada al cliente y el coste efectivo que tiene para la remesadora el envío, es del 32,5%, con los parámetros calibrados del modelo, tal como se refleja en la primera columna del gráfico 1. Las elevadas rentas de monopolio se derivan del alto nivel de altruismo de los emigrantes y se traducen en una reducción del consumo y la utilidad de los emigrantes y sus familias. Respecto al consumo potencial —el que se obtendría si el envío de las remesas fuera gratuito y dada la tasa de descuento intertemporal de los agentes—, esta reducción del consumo es del 8,3%². Las dos siguientes columnas del gráfico recogen el porcentaje de remesas enviadas sobre el ingreso total de los emigrantes en cada período. Este porcentaje es del 24% e igual en ambos períodos. Dado que no existe ahorro remunerado, al no estar presentes los bancos, y que el ingreso es el mismo en ambos períodos, las familias no tienen incentivos a ahorrar de un período a otro, por lo que la tasa de ahorro es nula (cuarta columna).

El paso siguiente es contemplar que los bancos puedan competir con las remesadoras por el mercado de envíos. Los bancos podrían plantearse competir como si fueran simples intermediarios financieros —es decir, sin ofrecer servicios bancarios—, pero esto no es viable debido a que no serían competitivos. Aunque se supone que los costes operativos son iguales para bancos y remesadoras, la reticencia de los agentes les coloca en una situación de desventaja competitiva, por lo que para atraer clientes deberían reducir sus tarifas de envío por debajo de sus costes operativos. De este modo, aunque la entrada de los bancos podría

2. En un escenario alternativo, que se recoge en el documento de trabajo de referencia, en el que los emigrantes llevan más tiempo en el país de destino, por lo que su altruismo es menor, la rentabilidad se reduce hasta el 10%.



FUENTE: Banco de España.



FUENTE: Banco de España.

llevar a una situación de competencia perfecta en la que las rentas de monopolio quedarían eliminadas, esta situación no sería un equilibrio sostenible, debido a las pérdidas en las que incurrirían los bancos.

Sin embargo, en el contexto del modelo, la capacidad de los bancos de ofrecer ahorro remunerado permite superar estas limitaciones. Al depositar las remesas recibidas, las familias de los emigrantes pueden obtener unos ingresos adicionales en el segundo período, lo que incentiva el ahorro. Estos depósitos son, a su vez, colocados por los bancos en el mercado financiero y son remunerados al tipo de mercado. El margen de intermediación resultante de la diferencia entre el tipo de los depósitos y el tipo de mercado permite obtener a los bancos unos ingresos adicionales. Ahora bien, para que los bancos puedan ofrecer una remuneración lo suficientemente atractiva a las familias en el país de destino de las remesas y, a la vez, ser competitivos, el tipo de interés de mercado tiene que ser suficientemente alto. El margen de

intermediación permite así a los bancos competir con las remesadoras sin incurrir en pérdidas, pues pueden, bien situar el coste de envío de las remesas por debajo del coste marginal de gestión y, por lo tanto, por debajo del coste que imponen las remesadoras, o bien atraer al ahorro a través de una remuneración. De este modo, en competencia perfecta, el equilibrio se alcanza en el punto en el que los beneficios desaparecen (la rentabilidad unitaria es nula tanto para las remesadoras como para los bancos), tal como se observa en las columnas correspondientes del gráfico 1.

En este equilibrio competitivo, los emigrantes se muestran indiferentes entre usar un canal u otro, pues su utilidad es idéntica. No obstante, la asignación de recursos hacia remesas y ahorro varía drásticamente según el canal de envío utilizado. Como se observa en el gráfico 1, cuando hay competencia perfecta, las remesas constituyen en torno al 55% del ingreso, si se utilizan las remesadoras y el ahorro sigue siendo nulo. Cuando se utiliza el canal bancario, el monto de las remesas, en promedio, es similar, pero muestra un perfil decreciente (64,8% en el primer período y 44% en el segundo) y la tasa de ahorro se sitúa en el 29,2%. La razón de esta asignación desigual de los envíos es que los emigrantes que envían las remesas inducen a sus familias a ahorrar, para que estas se aprovechen de los ingresos adicionales derivados de los ahorros en forma de depósitos bancarios.

Como es de esperar, la reducción de los costes tiene un impacto notable en el comportamiento de los agentes y en su nivel de bienestar. Las remesas se duplican respecto a la situación previa de monopolio y el consumo de padres e hijos aumenta notablemente. La divergencia respecto al consumo potencial es del 1,1% si se usan las remesas y de solo el 0,6% si se usan los bancos³. Los receptores, las familias de los emigrantes, se benefician mucho más de este nuevo marco competitivo, al recibir un mayor monto de remesas y beneficiarse, si usan el canal bancario, de una remuneración del ahorro.

Una conclusión importante de estos resultados es que el beneficio de la entrada de los bancos para los emigrantes y sus familias se fundamenta en la mayor competencia y la superación de la situación monopolista anterior, más que en los beneficios que tiene para las familias obtener unos ingresos adicionales por los ahorros. Sin embargo, para los bancos resulta esencial la remuneración de los depósitos y su intermediación con una ganancia en el mercado financiero, porque estos ingresos son los que le permiten mantener su competitividad a pesar de la desventaja que tienen respecto a las remesadoras. Es decir, los bancos solo pueden competir cuando se comportan conforme a su naturaleza de intermediarios financieros.

CASO 2. EMIGRANTES CON INGRESOS CRECIENTES

La razón para considerar este caso de inmigrantes con ingresos crecientes es evaluar los resultados del modelo cuando hay una demanda de crédito que las remesadoras, por su naturaleza, no pueden satisfacer. Tal demanda de crédito en este modelo sin incertidumbre se deriva del deseo de las familias de adelantar su consumo al primer período en anticipación a unas mayores remesas en el segundo período. Los parámetros son idénticos a los del primer caso, pero ahora el ingreso del emigrante se incrementa un 50% en el segundo período. En el caso de las remesadoras actuando como monopolistas, los resultados recogidos en el gráfico 2 son cualitativamente similares a los del gráfico 1, pues no hay ahorro y la rentabilidad es incluso superior a la anterior, aunque ahora se remite una mayor proporción del ingreso en el segundo período debido a su perfil creciente. La divergencia respecto al consumo potencial es del 8%.

3. Cabe recordar que los agentes derivan una desutilidad por usar el canal bancario. Para que la utilidad sea igual y a los agentes les sea indiferente usar un canal u otro, el consumo debe ser mayor al utilizar el canal bancario. A pesar de que los bancos cobran una tarifa por el envío de remesas, el consumo se mantiene muy cercano al potencial debido a los ingresos de la remuneración del ahorro que reciben las familias en el segundo período.

Cuando los bancos entran en el mercado, la restricción al crédito se elimina y ahora las familias se endeudan en el primer período (de ahí que la tasa de ahorro sea negativa en un 20%). Este crédito es otorgado por los bancos captando recursos en el mercado y prestando a un tipo mayor, de tal modo que ahora el margen de intermediación opera en el sentido opuesto. Como en el primer caso, bajo competencia perfecta, la reducción en el coste de las remesas hace que estas sean ahora mayores, tanto en el caso de las remesadoras como en el de los bancos. Sin embargo, el perfil de los flujos de remesas es el opuesto al observado en el caso anterior: se envían más remesas en el segundo período —a pesar de que el ingreso es mayor—, debido a la posibilidad de endeudarse en el primero. También la mayor competencia reduce la divergencia entre consumo efectivo y potencial, que pasa a ser de menos del 1%, si bien en este caso, y debido a que las familias pagan un tipo de interés por anticipar el consumo dada su preferencia intertemporal, la diferencia respecto al consumo potencial es menor en el caso de las remesadoras.

Conclusiones

En el trabajo que se describe, de un modo simplificado, en este artículo, se desarrolla un modelo muy básico para explorar el impacto que la entrada de los bancos puede tener en el mercado de las remesas. En el planteamiento del modelo pesan dos elementos fundamentales: i) el carácter peculiar de las remesas como transferencia financiera internacional entre agentes unidos por vínculos personales y, por lo tanto, caracterizados por el altruismo, y ii) la posición de los bancos en el mercado de las remesas: menor de la que cabría esperar, dado su protagonismo en el sistema financiero, y también menor de la que sería deseable para lograr una mayor competencia en este mercado.

Dado el carácter teórico y la calibración del modelo, los resultados deben ser interpretados orientativamente y con cautela. Además, la motivación del trabajo, que persigue la construcción de un modelo que demuestre el potencial de la entrada de los bancos para mejorar el funcionamiento del mercado de remesas y, sobre todo, como catalizador del acceso y profundización financieros en el país de destino, le da un tono normativo que no necesariamente coincide con lo que se observa en la práctica.

En concreto, aunque las entidades financieras se están esforzando en incrementar su cuota en el mercado de las remesas, el modo específico en que lo hacen no necesariamente coincide con el que se plantea en el modelo, en el que la actividad específicamente bancaria sobre las remesas se produce en el país de recepción y no en el de emisión de las remesas.

El caso de la banca española es particularmente apropiado en el contexto del modelo planteado, puesto que es uno de los pocos países —junto con el Reino Unido, Francia o Estados Unidos— en el que las entidades financieras tienen una presencia importante en el país receptor de buena parte de las remesas —en el caso español, América Latina—. Conforme al modelo, el modo de operar sería captar las remesas en el país del emigrante a través de la entidad financiera y depositarlas en una cuenta bancaria del familiar receptor en el país de destino, el cual decidiría qué parte ahorra o, en su caso, solicitaría un crédito a cuenta de las remesas futuras. Por el contrario, la estrategia que están llevando a cabo en las entidades financieras, tanto aquí como en otros países, está centrada hasta ahora en la captación de remesas a través de sus oficinas en el país de residencia del emigrante, pero, a diferencia de lo que propone el modelo, se envían directamente al familiar en el país de origen, a través de otros canales, en algunos casos, las propias empresas remesadoras. De este modo, aunque la mayor competencia en el mercado a través de la banca es beneficiosa, pues se está traduciendo en una reducción de costes, no se está necesariamente produciendo una mayor bancarización de las remesas en el país de destino —entendida como colocación en cuentas de ahorro o como base para optar a créditos u otros productos financieros—.

Puesto que los bancos actúan como agentes privados maximizadores de su beneficio, existen razones económicas para esta estrategia, que pueden ser consideradas en el contexto del modelo. Según este, la viabilidad del negocio bancario depende de la rentabilidad para la banca derivada del ahorro de las familias en el país de recepción de las remesas. Esta rentabilidad viene dada por el tipo de interés de mercado en ese país. El carácter estilizado del modelo y la ausencia de incertidumbre no permiten subrayar que en muchos de los países receptores de remesas la rentabilidad esperada de los fondos prestables es reducida o está sujeta a un elevado riesgo. Esto es así por muy diversos motivos —inestabilidad económica, fallas institucionales, derechos de propiedad no bien definidos, incertidumbre, etc.—, que son los mismos que, en última instancia, lastran el desarrollo financiero y económico de estos países.

En definitiva, a pesar de que los organismos multilaterales y de desarrollo reconocen que la bancarización de las remesas puede ser un importante catalizador del desarrollo financiero y del acceso de grupos sociales excluidos —véase Banco Interamericano de Desarrollo (2006)—, lo cierto es que este potencial está poco explotado en la práctica. Por lo tanto, las políticas para favorecer este objetivo no solo deben centrarse en promover la competencia en el mercado de las remesas para reducir sus costes, sino también en subrayar la importancia del contexto estructural en los países de recepción, para que las remesas sirvan para profundizar los mercados financieros e incrementar la tasa de ahorro. Como se ha visto, muchas de las condiciones necesarias son muy genéricas, pero algunas de ellas, como reducir las trabas a la actuación de los bancos y de sus clientes —a través, por ejemplo, de la supresión de los impuestos sobre transacciones financieras, que afectan en varios países a la recepción de remesas—, serían pasos en la dirección adecuada.

18.10.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., y R. C. SALVADO (2006). *Banks, remittances and financial deepening in receiving countries*, Documentos de Trabajo, n.º 0621, Banco de España.
- ÁLVAREZ, F. J., M. T. GARCÍA y P. TELLO (2006). «Las remesas de emigrantes en la balanza de pagos española», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España, pp. 137-165.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (2006). *Remittances as development tools*, Multilateral Investment Fund.
- BANCO MUNDIAL (2006). *The Development Impact of Workers' Remittances in Latin America*, Report n.º 37026.
- CHAMI, R., C. FULLENKAMP y S. JAHJAH (2005). *Are Immigrant Remittance Flows a Source of Capital for Development?*, IMF Staff Papers vol. 52, n.º 1.
- LEVINE, R. (1997). «Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda», *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, vol. 35 (2), junio, pp. 688-726.
- OROZCO, M. (2003). «Changes in the Atmosphere? Increase of Remittances, Price Decline and New Challenges», *Inter American Dialogue*.
- (2004). «The Remittance Marketplace: Prices, Policy and Financial Institutions», *The Pew Hispanic Center*.
- SOLIMANO, A. (2003). «Remittances by Immigrants: Issues and Evidence», *World Institute for Development Economic Research*.
- SURO, R., S. BENDIXEN, L. LINDSAY y D. BENAVIDES (2003). *Latino, Immigrants, Remittances and Banking, Billions in Motion*, produced in cooperation between The Pew Hispanic Center and The Multilateral Investment Fund.

Introducción

Durante el tercer trimestre de 2006, la publicación de nuevas disposiciones de carácter financiero ha sido relativamente elevada.

En primer lugar, se ha modificado la normativa sobre determinación y control de los recursos propios mínimos de las entidades financieras para actualizar su contenido e incorporar determinadas novedades derivadas de la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC). Además, dicha normativa ha adaptado las exigencias y requisitos de supervisión adicional aplicables a los conglomerados financieros.

En el ámbito de la deuda pública, se han regulado los procedimientos para la contratación de líneas de crédito y otras operaciones de financiación a corto plazo, así como de préstamos a medio y a largo plazo por parte del Tesoro, previstos en la Ley General Presupuestaria.

Por otro lado, se ha actualizado la información que deben remitir los residentes titulares de cuentas en el extranjero al Banco de España. Con esa misma finalidad, se ha modificado la información que las instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras inscritas en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) deben remitir a la CNMV permitiendo el envío de dicha documentación por vía telemática para agilizar la tramitación de los expedientes.

En materia de prevención del blanqueo de capitales, se han desarrollado determinadas obligaciones de los sujetos obligados que realicen actividad de cambio de moneda o gestión de transferencias con el exterior, dado el creciente atractivo comercial de estas operaciones asociado al aumento de los extranjeros residentes en España.

En el ámbito asegurador, es reseñable la publicación de una nueva ley de mediación de los seguros y reaseguros privados con el fin de adaptar la normativa española al marco comunitario y mejorar la adecuada protección de la clientela.

Por último, en el marco comunitario, se ha publicado una directiva que establece, entre otros aspectos, los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y un reglamento que hace lo propio en materia de información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, y la admisión a negociación de instrumentos financieros de dichas empresas.

Modificación de la normativa sobre determinación y control de los recursos propios mínimos

La Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero, respondía a dos objetivos básicos: el establecimiento de un régimen de supervisión adicional para los conglomerados financieros, y la revisión de las normativas sectoriales (banca, valores y seguros) para alcanzar una adecuada coherencia entre todas ellas y alinearlas con el nuevo régimen de los conglomerados financieros.

Por su parte, la Ley 5/2005 incorporó de forma parcial a nuestro ordenamiento interno la Directiva 2002/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la vigilancia complementaria de las entidades de crédito, las compañías de seguros y las entidades de inversión que pertenecen a un conglomerado financiero. Esta transposición parcial fue completada por el RD 1332/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 5/2005.

Tanto la Ley 5/2005 como el RD 1332/2005 establecían diversos requisitos de supervisión adicional aplicables a los conglomerados financieros y sujetaban a una concreta obligación de información al supervisor a los grupos que integren empresas de banca o valores con empresas de seguros (a los que la Circular denomina «grupos mixtos»), pero que no cumplían el requisito de diversificación sectorial significativa para alcanzar la consideración de conglomerado financiero.

En el marco de dichas obligaciones, y en ejercicio de las competencias que le correspondan al Banco de España como coordinador de diversos conglomerados financieros y supervisor de la entidad dominante de la mayoría de los grupos mixtos, se ha publicado la *CBE 2/2006, de 30 de junio* (BOE del 8 de julio), de modificación de la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, para incorporar y adaptar las modificaciones introducidas por las normas citadas anteriormente.

En primer lugar, la Circular introduce cambios significativos en lo referente a la computabilidad y deducibilidad de ciertos elementos de los recursos propios. Así, en el apartado de las reservas se permite el cómputo de ciertas plusvalías derivadas de la aplicación de las NIC, y de los ajustes por valoración positivos por coberturas de inversiones netas en negocios en el extranjero. Dentro de las reservas de regularización, actualización o revalorización de activos, se añaden determinados porcentajes sobre los importes brutos de las plusvalías (netas de minusvalías) que se contabilicen como ajustes por valoración de activos financieros disponibles para la venta dentro del patrimonio neto. Asimismo, se incorpora dentro del cómputo de los recursos propios el saldo contable de la cobertura genérica correspondiente al riesgo de insolvencia de los clientes, es decir, ligada a las pérdidas inherentes o no asignadas específicamente por deterioro del riesgo de crédito en la parte que no exceda del 1,25% ponderado de los riesgos que hayan servido de base para el cálculo de la coberturas. Por otro lado, se clarifica el régimen de las acciones sin voto y de las acciones rescatables, y otros instrumentos similares, ya que computarán por la parte efectivamente desembolsada. Del mismo modo, se recoge explícitamente la competencia del Banco de España para verificar como recursos propios las acciones sin voto, rescatables, acciones preferentes y participaciones preferentes, a fin de calificar su computabilidad como recursos propios y su asignación a los elementos de los mismos que corresponda.

En el apartado de las deducciones de los recursos propios se añaden (reflejando lo ya establecido en el RD 1332/2005), entre otras, las participaciones en entidades aseguradoras, de reaseguros o en entidades cuya actividad principal consista en tener participaciones en entidades aseguradoras, cuando la participación sea superior al 20% del capital de la participada.

En segundo lugar, la Circular recuerda y detalla las obligaciones de los grupos de entidades financieras de contar con procedimientos de gestión de riesgos y de control interno, así como la supervisión de sus operaciones intra-grupo, ya establecidas en las normas de superior rango. Respecto a los procedimientos de gestión de riesgos y los mecanismos de control interno, estarán basados en políticas claramente definidas por los órganos de gobierno y desarrolladas mediante una estructura organizativa adecuada, integrada, transparente, coherente y con líneas de responsabilidad bien definidas, tomando en consideración todos los riesgos de la actividad desarrollada. Los procesos de toma de decisiones, de identificación, asunción, medición, gestión, seguimiento y control de los riesgos estarán aprobados por órganos competentes con el nivel apropiado y basados en criterios objetivos, e incluirán la adecuada segregación de funciones, el establecimiento de límites operativos, la frecuencia del análisis y revisión tanto de los riesgos como de los procesos, la elaboración periódica de pruebas de tensión rigurosas, los planes de emergencia precisos, la adecuación a las políticas definidas por la alta

administración y la calidad, cantidad y periodicidad de la información a los órganos de gobierno. Los órganos de administración de las entidades deberán contar con los medios adecuados que les permitan, en todo momento, realizar una evaluación integral de los riesgos en que se ha incurrido o se puede incurrir y adoptar las estrategias de mantenimiento de los niveles de capital precisos en cada caso, anticipándose al impacto que sobre la solvencia, la rentabilidad, la liquidez o el perfil de riesgo de la entidad puedan representar, entre otros factores, sus estrategias comerciales, el desarrollo de la competencia y la evolución del entorno económico.

En tercer lugar, se introducen algunos cambios menores en la definición de grupos consolidables, especialmente cuando están dominados por una entidad financiera situada en un tercer país. En este sentido, en el caso de los grupos de coordinación de entidades de crédito españolas que tengan como dominante a una entidad financiera extranjera con domicilio fuera de la Unión Europea, el Banco de España deberá comprobar, previa audiencia de las entidades interesadas, que no están sujetas a una supervisión en base consolidada por parte de la autoridad competente de un tercer país, que sea equivalente a la prevista en las normas españolas, en cuyo caso resultará de aplicación a dicho grupo el régimen de supervisión consolidada previsto en esta Circular.

En el apartado de la definición de grandes riesgos y límites a la concentración, se establecen las condiciones para que, en la agregación y cálculo de los riesgos sujetos a esos límites, no se tengan en cuenta las plusvalías contabilizadas como ajustes por valoración de activos financieros disponibles para la venta dentro del patrimonio neto.

Finalmente, se reforma la sección octava de la Circular 5/1993 (anteriormente dedicada a la vigilancia prudencial de los grupos mixtos), para incluir, además, la información que deben rendir los conglomerados financieros en los que el Banco de España ejerza la función de coordinador, conforme a lo establecido en la Ley 5/2005, de 22 de abril.

Financiación complementaria del Tesoro Público

La Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria, reguló la operativa del Tesoro, correspondiendo al ministro de Economía y Hacienda la facultad de autorizar las operaciones relativas a la deuda pública, así como establecer los procedimientos a seguir para su contratación y formalización, aunque también podría delegar tales facultades de forma ordinaria en el Tesoro.

En relación con las operaciones de crédito, la Ley preveía que la concertación de líneas de crédito u operaciones de préstamos en moneda nacional o en divisas se realizara de conformidad con los procedimientos que reglamentariamente se establecieran, en los que se garantizarán los principios de objetividad, transparencia y publicidad adecuados al tipo de operación que se trate, que es necesario regular para permitir un desarrollo ordenado y predecible de estas operaciones. Asimismo, la Ley preveía la posibilidad de realizar operaciones de venta simple o con pacto de recompra de valores de nuevas emisiones, ampliaciones de emisiones existentes o de valores que el Tesoro tenga en su cuenta de valores; también resulta conveniente clarificar el procedimiento para la concertación de este tipo de operaciones¹.

Para culminar ambas aspiraciones, se ha publicado la *Orden EHA/2393/2006, de 14 de julio* (BOE del 25), por la que se regulan los procedimientos para la concertación de líneas de cré-

1. Hasta la fecha, las operaciones de financiación existentes estaban integradas en las siguientes normas: las órdenes ministeriales anuales, por las que se disponía la creación de deuda del Estado; la Orden de 9 de mayo de 1995, por la que se autoriza la realización de operaciones de permuta de intereses sobre emisiones de deuda del Estado en pesetas y la formalización de líneas de crédito en pesetas movilizables mediante letras del Tesoro, y la Orden de 19 de junio de 1997, por la que se regulan las operaciones de segregación de principal y cupones de los valores de deuda del Estado y su reconstitución, y se autoriza al Tesoro a formalizar préstamos singulares con instituciones financieras.

dito y otras operaciones de financiación a corto plazo, así como de préstamos a medio y a largo plazo por parte de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

La finalidad de la norma es establecer las bases de los procedimientos a través de los cuales el Tesoro podrá contratar este tipo de operaciones. Estos procedimientos se deben entender como complementarios de los que sirven a las emisiones regulares de deuda del Estado, en la medida en que el objetivo básico de las operaciones que se regulan a continuación es la cobertura de necesidades transitorias de tesorería. Asimismo, deberán garantizar el respeto a los principios de objetividad, transparencia y publicidad establecidos en la Ley 47/2003, sin perjuicio de que puedan darse casos en los que, con el objetivo de aplicar una adecuada política de gestión del riesgo de incumplimiento, o por la necesidad de evitar movimientos especulativos del mercado previos a la realización de la operación, convenga restringir la concurrencia a las entidades financieras que reúnen la condición de creadores del mercado de deuda pública. El motivo de esta restricción reside en la necesidad de que el Tesoro Público controle de manera rigurosa su riesgo de contraparte: dado que el empleo de estos instrumentos de financiación a corto plazo se realizará en muchas ocasiones en fechas en las que se produce la amortización de valores de deuda del Estado por un importe considerable, un incumplimiento en la entrega del efectivo pactado podría dificultar que el Tesoro atienda al servicio de la deuda del Estado. Por tanto, conviene, por seguridad, que estas operaciones se realicen únicamente con entidades de la máxima solvencia.

La Orden establece que el Tesoro podrá disponer la concertación de las líneas de crédito que considere necesarias para asegurar la financiación a corto plazo de las necesidades transitorias de tesorería.

Como medio alternativo o complementario, el Tesoro podrá concertar otro tipo de operaciones de financiación a corto plazo para cubrir necesidades transitorias de tesorería, como préstamos u operaciones dobles o con pacto de recompra sobre valores de deuda del Estado u otros valores, ya sean de nuevas emisiones, de ampliaciones de emisiones existentes o de valores que el Tesoro tenga en su cuenta de valores. También podrá contratar préstamos a medio y a largo plazo, complementarios a los instrumentos de financiación utilizados habitualmente, con la finalidad de minimizar el coste de los recursos tomados a medio y largo plazo y adecuar sus condiciones a las necesidades financieras del Estado.

***Determinadas
obligaciones
de prevención del
blanqueo de capitales***

La Ley 19/2003, de 4 de julio, de régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, introdujo una serie de modificaciones en la Ley 19/1993, suponiendo una notable actualización de nuestro régimen jurídico de prevención del blanqueo de capitales a la luz de las disposiciones de la Directiva 2001/97/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de diciembre de 2001. Posteriormente, se adecuó el Reglamento 925/1995 a las previsiones de la citada ley mediante el Real Decreto 54/2005, de 21 de enero.

Recientemente, junto con los establecimientos que tradicionalmente se dedicaban a la actividad de cambio de moneda o a la gestión de transferencias con el exterior, se han unido progresivamente otras entidades, ampliando los sujetos obligados que se dedican a dicha actividad, siendo necesario establecer una igualdad en el tratamiento de la normativa de prevención del blanqueo de capitales que evite distorsiones o ventajas injustificadas, directas o indirectas, salvo que sus propias características aconsejen determinadas especificaciones.

A tal efecto, se ha publicado la *Orden EHA/2619/2006, de 28 de julio* (BOE del 10 de agosto), por la que se desarrollan determinadas obligaciones de prevención del blanqueo de capitales

de los sujetos obligados que realicen actividad de cambio de moneda o gestión de transferencias con el exterior, con el fin de armonizar razonablemente las necesidades de la prevención del blanqueo de capitales.

El ámbito de aplicación de la Orden se extiende a todos los sujetos obligados en materia de prevención del blanqueo de capitales que realicen actividad de cambio de moneda o gestión de transferencias con el exterior, respecto de las operaciones que no sean objeto de cargo o abono en cuenta del cliente en la entidad.

La norma establece la aplicación de medidas adicionales a las previstas con carácter general en materia de identificación para aquellas operaciones de cambio de moneda o gestión de transferencias que se realicen sin que medie cargo o abono en cuenta del cliente cuyo importe, bien singular, bien acumulado en cada trimestre natural, supere los 3.000 euros en el caso de transferencias con el exterior o los 6.000 euros en el de cambio de moneda. Asimismo, se regula la ejecución de transferencias con el exterior ordenadas por clientes que no se encuentren físicamente presentes a través de medios telefónicos, electrónicos o telemáticos, que deberán cumplir determinados requisitos especificados en la norma.

Por otro lado, se regula la conservación de documentos, estableciendo criterios concretos en relación con los distintos tipos de documentación exigidos por la normativa. En cualquier caso, los sujetos obligados conservarán la documentación de estas operaciones, al menos, durante seis años.

Finalmente, la Orden proporciona a los sujetos obligados instrucciones precisas para el establecimiento de procedimientos y órganos adecuados de control interno y de comunicación con el fin de detectar, prevenir e impedir la realización de operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales, a través de dos técnicas: por un lado, estableciendo el contenido y el alcance mínimo de las medidas de control interno, adaptándose a la organización interna del sujeto obligado, y, por otro, precisando el modo en que dichos procedimientos se considerarán adecuados en relación con los resultados que las medidas de control interno deben obtener.

Residentes titulares de cuentas en el extranjero

Conforme a la Orden de 27 de diciembre de 1991, que desarrolló el Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior, la CBE 24/1992, de 18 de diciembre, reguló la información que debían remitir al Banco de España los residentes titulares de cuentas abiertas en oficinas operantes en el extranjero de entidades bancarias o de crédito, así como las cuentas abiertas con otras entidades no residentes que no sean entidades bancarias o de crédito, a través de las que se realicen cobros, pagos o transferencias exteriores y se compensen créditos y débitos mutuos.

El elevado volumen de declaraciones que se reciben, la necesidad de presentar datos estadísticos en un tiempo reducido y la intención de facilitar el cumplimiento de tales exigencias hacen necesario actualizar los límites a partir de los cuales se pueden agrupar los cobros, pagos y transferencias, así como habilitar la posibilidad de utilización de procedimientos telemáticos para la presentación de las declaraciones, ya que la CBE 24/1992 solo contemplaba la remisión de información en papel. En consecuencia, se ha publicado la *CBE 3/2006, de 28 de julio* (BOE del 11 de agosto), sobre residentes titulares de cuentas en el extranjero, que deroga a la CBE 24/1992.

Las novedades más significativas son las siguientes.

En primer lugar, respecto a los cobros, pagos y transferencias realizados mediante abonos y adeudos en las cuentas, se eleva de 6.000 euros a 12.500 euros el umbral por debajo del cual

se podrán refundir los cobros y los pagos correspondientes a dichas operaciones, indicando el total de cobros y de pagos correspondientes a dichas operaciones, sin netear los cobros con los pagos. Del mismo modo, los movimientos de una misma cuenta, de importe superior a 12.500 euros (antes, 6.000 euros) cuya fecha de abono o adeudo en la cuenta esté comprendida en un mismo período de comunicación deberán agruparse, sin netear los cobros con los pagos, cuando coincidan su moneda, el país de contrapartida y todos los datos correspondientes al concepto del cobro o pago especificados en las instrucciones de procedimiento de la Circular.

En segundo lugar, se mantiene la periodicidad mensual respecto a la información sobre cobros, pagos y transferencias realizados mediante abonos y adeudos en las cuentas, y su remisión al Banco de España habrá de producirse no más tarde del día 20 del mes siguiente al que se informa. Continúan exentos de presentar dichas declaraciones mensuales los titulares de cuentas en el exterior cuando ni la suma de abonos ni la de adeudos, en un mes, alcancen el importe de 3.000.000 de euros, o su contravalor en otras monedas.

Finalmente, respecto al envío de la información se introduce la posibilidad de enviarla, además de en soporte de papel, por vía telemática, conforme a los procedimientos especificados en el anejo de la Circular.

Información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras

La CCNMV 3/2003, de 29 de diciembre, sobre información de las ICC extranjeras inscritas en los Registros de la CNMV, imponía a dichas IIC la obligación de remitir a la CNMV las modificaciones de la documentación registrada, excepto los informes económicos, así como la información de carácter estadístico y las obligaciones de información con respecto a los socios y partícipes.

Desde esa fecha, en los últimos años el número de IIC extranjeras que se comercializan en España ha crecido de manera considerable y, consiguientemente, el número de expedientes tramitados en la CNMV para la actualización de los registros de dichas instituciones.

Con objeto de conseguir una mayor agilidad en la tramitación de estos expedientes, más rapidez en la puesta a disposición del público de la información recibida, y mayores garantías en la calidad de dicha información, se ha publicado la CCNMV 2/2006, de 27 de junio (BOE de 25 de julio), sobre información de las IIC inscritas en los Registros de la CNMV, que, a la vez que deroga la CCNMV 3/2003, regula el envío de dicha documentación por vía telemática, aclara el procedimiento aplicable a las modificaciones esenciales en la oferta de acciones y participaciones de IIC extranjeras no armonizadas, concreta la documentación que debe remitirse a la CNMV en caso de modificaciones de la información registrada, y posibilita al inversor la consulta y recepción de información por medios telemáticos.

Nueva Ley de mediación de seguros y reaseguros privados

La Ley 9/1992, de 30 de abril, de mediación en seguros privados, ha constituido hasta la fecha el marco regulatorio básico de esta actividad dentro del mercado asegurador español, en el que el legislador había incrementado las exigencias requeridas para actuar como mediador de seguros con el propósito de mejorar la calidad del servicio y de proteger a los tomadores de seguros y asegurados, en relación con la normativa anterior existente.

Con posterioridad, la Directiva 2002/92/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de diciembre de 2002, sobre la mediación en los seguros, estableció las bases para la armonización de la actividad de mediación de seguros en la Unión Europea. Esta norma respondía a la necesidad de establecer un marco legal comunitario que permitiera a los mediadores de se-

gueros ejercer libremente en toda el área comunitaria², con la finalidad de contribuir al correcto funcionamiento del mercado único de seguros. Otro de los objetivos de la Directiva iba referido a la protección de la clientela, tanto en materia de información previa a la suscripción del contrato de seguro, como en la necesidad de establecer mecanismos extrajudiciales de resolución de conflictos entre los intermediarios de seguros y su clientela.

Con el fin de transponer esta Directiva al ordenamiento jurídico español, se ha publicado la *Ley 26/2006, de 17 de julio* (BOE del 18), de mediación de seguros y reaseguros privados, que deroga la Ley 9/1992, dado que las importantes modificaciones introducidas aconsejan la elaboración de una nueva norma para regular de forma unitaria la actividad de mediación de seguros y adaptar la nueva legislación a la situación real del mercado.

Esta nueva regulación se asienta en tres principios básicos:

- a) La regulación de nuevas formas de mediación, con la incorporación de las figuras del agente de seguros vinculado a varias entidades aseguradoras y del corredor de reaseguros.
- b) El principio de igualdad de trato de las distintas clases de mediadores, para lo cual se prevén requisitos profesionales equivalentes para todos ellos atendiendo a su especial naturaleza.
- c) El principio de transparencia que garantice adecuadamente la protección de los consumidores en este ámbito.

NUEVAS FORMAS DE MEDIACIÓN

En relación con el primer principio, la Ley establece, de acuerdo con la Directiva, unos requisitos profesionales mínimos exigibles a los distintos mediadores y prevé su aplicación para cada clase de ellos.

Así, la Ley regula la figura del agente de seguros vinculado a varias entidades aseguradoras, referida a aquellos mediadores que, de acuerdo con la legislación anterior, no se adaptaban plenamente ni a la figura del corredor de seguros, por carecer de la necesaria independencia, ni al agente de seguros, por no estar permitida en dicha legislación su vinculación con varias entidades aseguradoras. Los agentes de seguros vinculados deberán cumplir una serie de requisitos, entre otros, ser persona con honorabilidad comercial y profesional; acreditar haber superado un curso de formación o prueba de aptitud en materias financieras y de seguros privados; disponer de una determinada capacidad financiera, salvo ciertas excepciones relacionadas con la operativa pactada con las entidades aseguradoras, y disponer de un seguro de responsabilidad civil profesional, salvo que las correspondientes entidades aseguradoras asuman la responsabilidad civil profesional derivada de la actuación del agente.

Sin perjuicio de lo anterior, la norma también prevé la figura del agente de seguros exclusivo de una compañía aseguradora, que ya se regulaba en la legislación anterior. Dichos agentes estaban ligados solamente a una entidad aseguradora o, con el consentimiento de esta, a otra u otras entidades, siempre que estuvieran autorizados y la autorización comprendiera ramos, modalidades o contratos no practicados por las entidades autorizantes. Con la nueva

2. Se refiere al «pasaporte comunitario» basado en el principio de registro por la autoridad competente del Estado miembro de origen de todas las personas que accedan o ejerzan la actividad de mediación de seguros y reaseguros, siempre y cuando cumplan unos requisitos profesionales mínimos que se refieren fundamentalmente a su competencia profesional, honorabilidad, a la existencia de un seguro de responsabilidad civil profesional y a su capacidad financiera.

Ley, que mantiene en líneas generales el régimen anterior, se establece que solo podrán estar ligados, como máximo, a dos entidades aseguradoras, siempre que cuente con autorización de la primera, y actúe en la segunda en ramos, riesgos o contratos en los que no opera la entidad autorizante.

Por otro lado, se aborda la mediación a través de las redes de distribución de las entidades de crédito, bajo la denominación de operadores de banca-seguros, cuya regulación pretende contemplar una realidad consolidada en el mercado español y dotar a esta forma de distribución de mayor transparencia. De este modo, las entidades de crédito y, en su caso, las sociedades mercantiles controladas o participadas por estas, cuando ejerzan la actividad de agente de seguros adoptarán la denominación de operador de banca-seguros exclusivo o, en su caso, la de operador de banca-seguros vinculado, que quedará reservada a ellas.

Se regula igualmente la figura del corredor de seguros, que mantiene el régimen anterior en el que destaca su independencia respecto de las entidades aseguradoras, y la del corredor de reaseguros, figura esta que no se recogía en la legislación anterior, y que adapta la nueva Ley a las exigencias de la Directiva. Los corredores de reaseguros son los encargados de realizar la actividad de mediación de reaseguros, estableciéndose para ellos iguales requisitos a los previstos para los corredores de seguros, excepto la exigencia de acreditar su infraestructura y disponer de capacidad financiera, por tratarse de mediadores que asesoran a entidades aseguradoras, que no requieren una especial protección.

Por lo que se refiere a las actividades en régimen de derecho de establecimiento y de libre prestación de servicios en la Unión Europea, se regula el procedimiento de notificación con carácter previo a su iniciación, tanto para los mediadores residentes o domiciliados en España, que pretendan operar en otros Estados miembros de la Unión Europea, como para los procedentes de otros Estados miembros que pretendan operar en España.

INFORMACIÓN Y PROTECCIÓN A LA CLIENTELA

La Ley establece una serie de exigencias encaminadas a garantizar la transparencia informativa y la protección a la clientela. En este sentido, la obligación de establecer un punto único de información que contenga los datos procedentes del Registro estatal y de los Registros que, en su caso, existan en las Comunidades Autónomas constituye un mecanismo indispensable de cara a la protección del consumidor, pues solo los mediadores que hayan acreditado los requisitos profesionales requeridos podrán figurar inscritos en él, que deberá estar actualizado y ser de fácil acceso para el público.

Otro aspecto destacado por la Ley es la información que, con carácter previo a la suscripción del contrato de seguro, debe proporcionar el mediador de seguros a su clientela, para que esta pueda tener conocimiento de la clase de mediador que le asesora y de su situación de dependencia o de independencia respecto de las entidades aseguradoras que concurren en el mercado. Asimismo, para que los clientes puedan obtener información suficiente para adoptar sus decisiones de aseguramiento, se exige que el mediador de seguros especifique los motivos que le llevan a proponerle un determinado contrato de seguro.

La Ley también incide en la protección de la clientela al establecer la exigencia de prever procedimientos para atender y resolver las quejas y reclamaciones que la clientela de los mediadores pueda presentar conforme a lo establecido tanto en esta norma como en las referidas a la protección del cliente de los servicios financieros y las de protección de los consumidores y usuarios. A estos efectos, la Ley establece para todos los mediadores de seguros que operen en España la obligación de disponer de un departamento o servicio de atención al cliente o de un defensor del asegurado, que viene a complementar al existente en las entidades aseguradoras.

Finalmente, se recoge el régimen de infracciones y sanciones administrativas específico de la actividad de mediación en seguros y establece nuevas infracciones de acuerdo con la Directiva y con las exigencias previstas en esta Ley.

Directiva sobre las empresas de inversión

La Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, estableció el marco general de un régimen regulador de los mercados financieros en la Unión Europea. En particular, fijó, entre otros aspectos, las condiciones de funcionamiento relativas a la prestación de servicios de inversión y servicios auxiliares por parte de las empresas de inversión, y los requisitos de organización aplicables a las empresas de inversión que realizan esos servicios y actividades.

Recientemente, se ha publicado la *Directiva 2006/73/CE, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006* (DOUE de 2/9/2006), por la que se desarrolla la aplicación de la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión.

La Directiva establece los requisitos generales de organización que los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión, que, entre otros, serán los siguientes: a) el establecimiento de procedimientos de adopción de decisiones que presten especial atención a la verificación del cumplimiento de la normativa y de los procedimientos internos, a la gestión de los riesgos y de los conflictos de interés, al tratamiento de las reclamaciones y a la externalización de operaciones; b) el establecimiento de una estructura organizativa que especifique de forma clara y documentada los canales de información y asigne funciones y responsabilidades, así como procedimientos para cumplirlos adecuadamente; c) la cualificación adecuada del personal para desempeñar las funciones que se le asignen, y d) el mantenimiento de un registro ordenado y adecuado de su actividad y organización interna. Asimismo, para esos fines, las empresas de inversión tendrán en cuenta la naturaleza, escala y complejidad de su actividad empresarial, y la naturaleza y gama de los servicios y actividades de inversión emprendidos en el curso de dicha actividad empresarial.

En lo referente a la gestión de riesgos, la Directiva establece que los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión adopten procedimientos y políticas de gestión del riesgo que permitan determinar los riesgos derivados de las actividades, procesos y sistemas de la empresa y, en su caso, establecer el nivel de riesgo tolerado por la misma.

Del mismo modo, y cuando resulte adecuado a su escala y complejidad operativa, dichas empresas deberán organizar y mantener un órgano de auditoría interna que sea distinto e independiente de sus demás órganos y actividades y que asuma determinadas responsabilidades, como elaborar, aplicar y mantener un plan de auditoría dirigido a examinar y evaluar la adecuación y eficacia de los sistemas, mecanismos de control interno y disposiciones de la empresa de inversión.

Por otra parte, la Directiva regula la externalización de las funciones operativas importantes de las actividades de inversión (aquellas en las que una deficiencia o anomalía en su ejecución puede afectar considerablemente a la capacidad de la empresa para cumplir permanentemente sus obligaciones). En este proceso las empresas de inversión seguirán siendo responsables del cumplimiento de las obligaciones fijadas en la Directiva 2004/39/CE; en especial, la externalización no deberá dar lugar a la delegación de responsabilidad por parte de la alta dirección, ni deberá alterar las relaciones o las obligaciones de la empresa de inversión con respecto a sus clientes.

Un apartado importante de la Directiva hace referencia a la protección de la clientela de las empresas de inversión. Respecto a las reclamaciones presentadas por los clientes o posibles clientes, se exige a las empresas de inversión el establecimiento de procedimientos efectivos y transparentes que permitan un tratamiento razonable y rápido de las reclamaciones presentadas por dichos clientes, y guarden registro de cada reclamación y de las medidas adoptadas para su resolución.

En cuanto a la información a clientes minoristas o posibles clientes, la Directiva establece que debe ser imparcial, clara, fácilmente comprensible y no engañosa. Asimismo, deberá ser exacta y, en especial, no destacará los beneficios potenciales de un servicio de inversión o de un instrumento financiero sin indicar también de manera imparcial y visible los riesgos pertinentes. Si la información menciona un tratamiento fiscal particular, indicará de manera bien visible que el tratamiento fiscal dependerá de las circunstancias individuales de cada cliente y puede variar en el futuro. Igualmente se regula la información que la empresa debe facilitar a los clientes minoristas en relación con ella misma y con los servicios que presta, así como sobre la categorización de los propios clientes.

También especifica la información que estas empresas deben proporcionar a la clientela tanto en la ejecución de órdenes no relacionadas con la gestión de cartera como en la prestación de servicios de gestión de cartera. En este apartado, se señalan los criterios de ejecución óptima de las órdenes de los clientes, así como los principios generales del modo de tramitación de dichas órdenes.

En lo referente a la información sobre instrumentos financieros, la Directiva exige que las empresas de inversión proporcionen a clientes o posibles clientes una descripción general de la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros, teniendo en cuenta, en especial, la categoría del cliente como cliente minorista o cliente profesional. En esa descripción se deberá explicar las características del tipo específico de instrumento considerado, así como los riesgos inherentes a ese tipo de instrumento concreto, de manera suficientemente detallada para permitir al cliente adoptar decisiones de inversión de forma fundamentada.

Por otro lado, la norma se ocupa de la protección de los instrumentos financieros y de los fondos de los clientes, para lo cual establece que los Estados miembros deberán imponer ciertas restricciones a las operaciones que pueden realizarse con los mismos y exigir el cumplimiento de una serie de requisitos, como son el mantenimiento de todos los registros y cuentas que sean necesarios para permitirles en cualquier momento y sin demora distinguir los activos de un cliente de los activos de otros clientes y de sus propios activos, así como conciliar regularmente sus cuentas y registros internos con los de aquellos terceros en cuyo poder obren esos activos. Adicionalmente deberán identificar los conflictos de interés que puedan surgir en la prestación de los servicios de inversión o auxiliares, teniendo en cuenta para ello tanto los intereses de las propias empresas como los de las personas con ellas relacionadas.

Finalmente, los Estados miembros adoptarán y publicarán, a más tardar el 31 de enero de 2007, las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para cumplir lo dispuesto en la presente Directiva, que serán de aplicación obligatoria a partir del 1 de noviembre de 2007.

***Reglamento comunitario
relativo a las obligaciones
de las empresas de
inversión***

Dentro del marco general que estableció la citada Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, para los mercados financieros en el ámbito comunitario, se encontraban, en especial, las obligaciones de información de las empresas de inversión sobre las operaciones en instrumentos financieros, los requisitos de transparencia del mercado y la admisión a negociación de instrumentos financieros.

Recientemente, se ha publicado el *Reglamento 1287/2006, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006* (DOUE de 2 de septiembre), por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, y la admisión a negociación de instrumentos financieros, con el fin de garantizar un régimen armonizado en todos los Estados miembros.

En primer lugar, respecto al registro de las operaciones y órdenes de clientes, las empresas de inversión recogerán un único conjunto de datos (la designación del cliente o cualquier persona competente que actúe en nombre del cliente, la naturaleza y tipo de orden, la fecha y hora exacta de la operación, etc.) con el fin de armonizar las exigencias de información entre Estados miembros, y minimizar las diferencias de las obligaciones de información en las operaciones transfronterizas.

Respecto a la información sobre las operaciones, el Reglamento establece que los informes sobre las operaciones con instrumentos financieros se elaborarán en formato electrónico, excepto en circunstancias excepcionales; en él se especifican las condiciones que deben cumplir los métodos para la elaboración de dichos informes. Asimismo, se concreta el modo de comunicar las operaciones con instrumentos financieros a las autoridades competentes, así como el intercambio de información con las autoridades competentes de otros Estados miembros.

Por otro lado, se regulan los requisitos de transparencia de las operaciones con acciones admitidas a negociación en un mercado regulado con el fin de garantizar que los inversores estén debidamente informados sobre el verdadero nivel de operaciones reales y potenciales con dichas acciones, tanto si esas operaciones se realizan en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación (SMN) o internalizadores sistemáticos³, como fuera de esos sistemas de negociación.

Un apartado específico de la norma regula las condiciones para la admisión a negociación de valores negociables, fijando los criterios para evaluar tales valores de manera que puedan negociarse de modo correcto, ordenado y eficiente, así como los requisitos para la admisión a negociación en un mercado regulado de las participaciones emitidas por los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. Finalmente, se establecen las condiciones que deben cumplir los instrumentos financieros derivados.

El Reglamento se aplicará desde el 1 de noviembre de 2007, salvo algunas disposiciones, que se aplicarán desde el 1 de junio de 2007.

9.10.2006.

3. El Reglamento considera que una empresa de inversión negocia o ejecuta órdenes de clientes mediante internalizadores sistemáticos si cumplen determinados criterios que indican que realiza esta actividad de forma organizada, frecuente y sistemática.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

Estos indicadores económicos están permanentemente actualizados en la página del Banco de España en la Red (<http://www.bde.es>). La fecha de actualización de los indicadores que tienen como fuente el Banco de España [los señalados con (BE) en este índice] se publica en un calendario que se difunde en la Red (<http://www.bde.es/estadis/cdoe/cero.htm>).

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

- 1.1 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100.
Componentes de la demanda. España y zona del euro 7*
- 1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100.
Componentes de la demanda. España: detalle 8*
- 1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100.
Ramas de actividad. España 9*
- 1.4 PIB. Deflatores implícitos. España 10*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 11*
- 2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 12*
- 2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 13*
- 2.4 Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal
y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés 14*
- 2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo
en mercados nacionales 15*
- 2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 16*
- 2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no
energéticas. Precios del petróleo y del oro 17*

DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD

- 3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 18*
- 3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España 19*
- 3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento.
España 20*
- 3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 21*
- 3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona
del euro 22*
- 3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva.
España y zona del euro 23*
- 3.7 Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 24*

MERCADO DE TRABAJO

- 4.1 Población activa. España 25*
- 4.2 Ocupados y asalariados. España y zona del euro 26*
- 4.3 Empleo por ramas de actividad. España 27*
- 4.4 Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 28*
- 4.5 Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones.
España 29*
- 4.6 Convenios colectivos. España 30*
- 4.7 Encuesta trimestral de coste laboral 31*
- 4.8 Costes laborales unitarios. España y zona del euro 32*

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2001=100	33*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	34*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro	35*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	36*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	37*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España ¹	38*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España ¹	39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente ¹ (BE)	40*
	7.2	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera (BE)	41*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	42*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	43*
	7.5	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial	44*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	45*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones ¹ (BE)	46*
	7.8	Activos de reserva de España ¹ (BE)	47*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	48*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE)	49*
	8.2	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	50*
	8.3	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	51*
	8.4	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	52*
	8.5	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	53*
	8.6	Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	54*
	8.7	Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	55*
	8.8	Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	56*
	8.9	Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	57*
	8.10	Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	58*

1. Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS
DE CAMBIO

- 8.11 Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 59*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 60*
- 9.1 Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 61*
- 9.2 Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo¹ (BE) 62*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)¹ (BE) 63*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 15 y a la zona del euro 64*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados 65*

1. Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

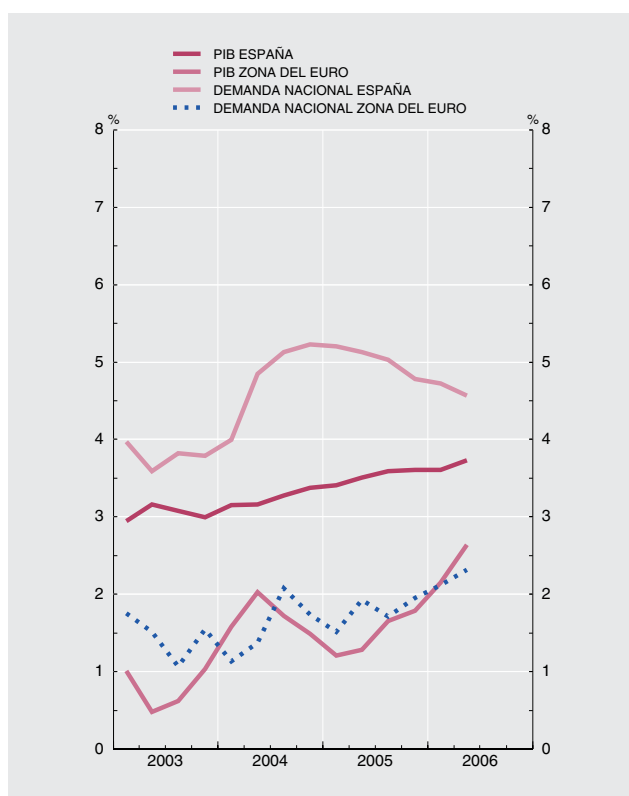
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
03	P	3,0	0,8	2,8	1,2	4,8	1,8	5,9	1,0	3,8	1,5	3,7	1,1	6,2	3,1	783	7 461
04	P	3,2	1,7	4,2	1,3	6,3	1,1	5,0	1,7	4,8	1,6	4,1	6,3	9,6	6,2	840	7 735
05	P	3,5	1,5	4,2	1,4	4,8	1,4	7,0	2,8	5,0	1,8	1,5	4,5	7,0	5,5	905	7 994
03 /// IV	P	3,1	0,6	3,0	1,1	4,5	1,8	5,6	1,3	3,8	0,6	4,1	0,8	6,7	2,2	198	1 877
	P	3,0	1,0	3,3	1,0	4,8	1,8	5,1	1,2	3,8	1,0	2,3	1,5	5,3	3,1	201	1 891
04 / // /// IV	P	3,2	1,6	3,2	1,4	5,7	1,5	4,3	1,5	4,0	1,6	4,8	4,5	7,7	3,4	204	1 910
	P	3,2	2,0	4,6	1,2	6,3	1,2	4,3	1,8	4,9	2,0	3,8	8,1	9,9	6,5	208	1 929
	P	3,3	1,7	4,5	1,1	6,8	1,1	5,4	1,9	5,1	1,7	4,5	6,4	10,9	7,8	212	1 941
	P	3,4	1,5	4,6	1,7	6,2	0,7	6,0	1,7	5,2	1,5	3,5	6,2	10,0	7,3	216	1 954
05 / // /// IV	P	3,4	1,2	4,4	1,2	5,5	1,1	6,8	1,8	5,2	1,2	-0,8	4,0	5,9	5,1	220	1 970
	P	3,5	1,3	4,4	1,4	4,3	1,4	7,4	2,7	5,1	1,3	1,8	3,4	7,7	5,4	224	1 986
	P	3,6	1,7	4,2	1,8	4,5	1,5	7,1	3,4	5,0	1,7	2,5	5,4	7,7	5,8	229	2 008
	P	3,6	1,8	3,8	1,1	4,9	1,7	6,6	3,3	4,8	1,8	2,3	5,0	6,6	5,6	233	2 029
06 / //	P	3,6	2,1	3,8	1,8	4,4	2,3	6,3	3,7	4,7	2,1	9,5	9,6	12,4	9,9	237	2 048
	P	3,7	2,6	3,7	1,7	4,4	2,0	6,1	4,6	4,6	2,6	5,3	9,0	7,9	8,3	241	2 074

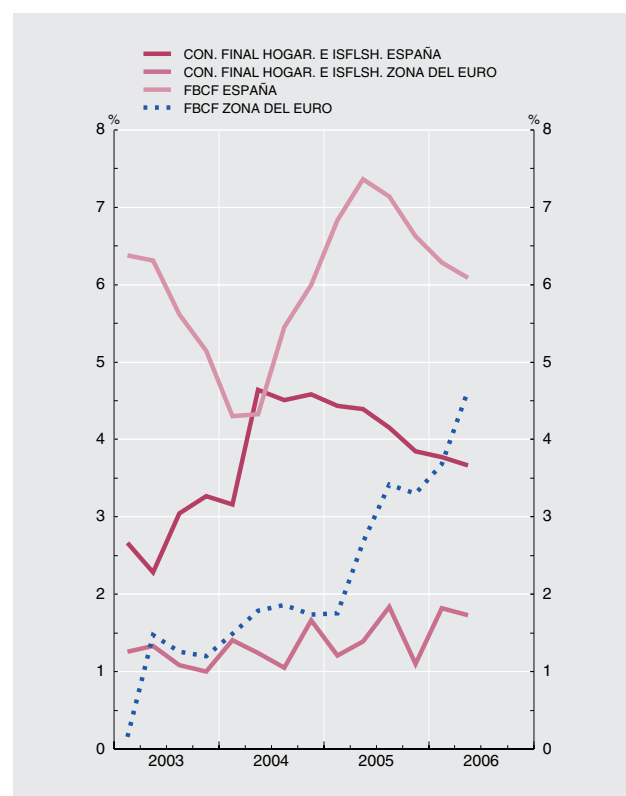
PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000) y Eurostat.

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

d. Zona del euro, consumo público. e. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

f. Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro.

g. Miles de millones de euros.

1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

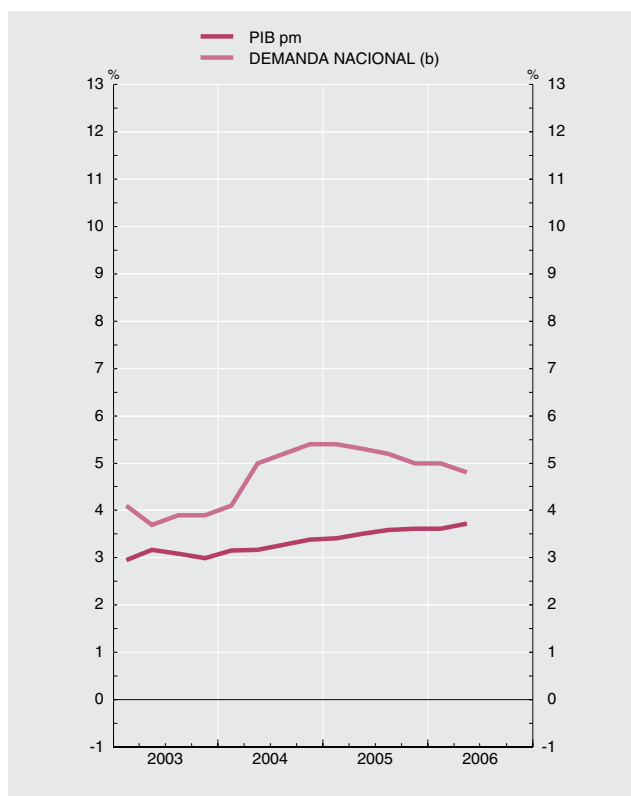
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Equipo	Construcción	Otros productos		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
03	P	5,9	4,1	6,2	7,2	-0,1	3,7	5,2	0,1	1,2	6,2	6,7	3,2	4,6	3,9	3,0
04	P	5,0	4,4	5,5	4,5	0,0	4,1	5,1	0,0	4,4	9,6	9,7	20,1	7,4	4,9	3,2
05	P	7,0	9,0	6,0	7,5	-0,0	1,5	0,0	2,0	7,3	7,0	6,6	21,4	6,1	5,2	3,5
03	///	5,6	3,7	5,9	7,7	-0,1	4,1	6,0	-0,1	0,5	6,7	7,5	3,9	3,3	3,9	3,1
IV	P	5,1	2,3	6,0	6,8	-0,2	2,3	4,0	-1,4	-1,2	5,3	5,7	8,2	3,1	3,9	3,0
04	/	4,3	0,1	6,0	5,3	0,1	4,8	6,1	1,1	3,3	7,7	7,3	16,8	8,0	4,1	3,2
II	P	4,3	1,7	5,5	4,3	0,0	3,8	5,9	-4,5	3,8	9,9	9,9	19,7	7,9	5,0	3,2
III	P	5,4	6,9	5,2	4,2	-0,0	4,5	5,5	0,7	4,3	10,9	11,3	20,1	7,3	5,2	3,3
IV	P	6,0	9,0	5,2	4,3	-0,0	3,5	3,1	2,9	6,1	10,0	10,3	23,6	6,4	5,4	3,4
05	/	6,8	9,2	6,0	6,4	-0,0	-0,8	-2,1	1,0	3,1	5,9	6,9	20,1	-1,2	5,4	3,4
II	P	7,4	9,8	6,2	8,0	-0,0	1,8	2,4	-4,9	6,3	7,7	7,8	22,9	4,0	5,3	3,5
III	P	7,1	8,3	6,3	8,4	0,0	2,5	0,1	7,5	8,0	7,7	6,6	23,2	9,9	5,2	3,6
IV	P	6,6	8,6	5,6	7,4	0,0	2,3	-0,3	4,2	11,9	6,6	5,0	19,4	11,9	5,0	3,6
06	/	6,3	8,6	5,8	4,8	0,1	9,5	13,0	-8,6	14,2	12,4	11,3	13,8	17,4	5,0	3,6
II	P	6,1	9,1	5,7	3,3	0,1	5,3	4,7	-1,8	14,8	7,9	7,5	9,0	9,6	4,8	3,7

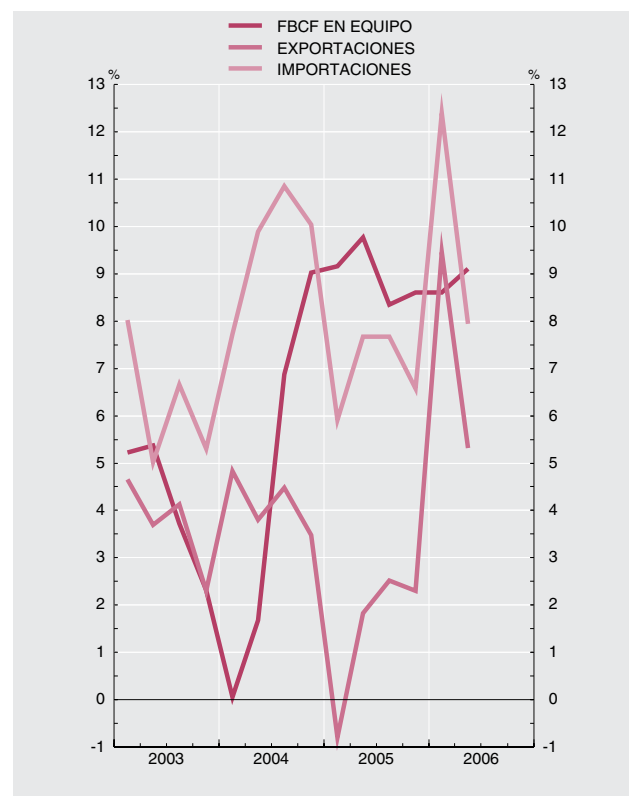
PIB. DEMANDA INTERNA

Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA

Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

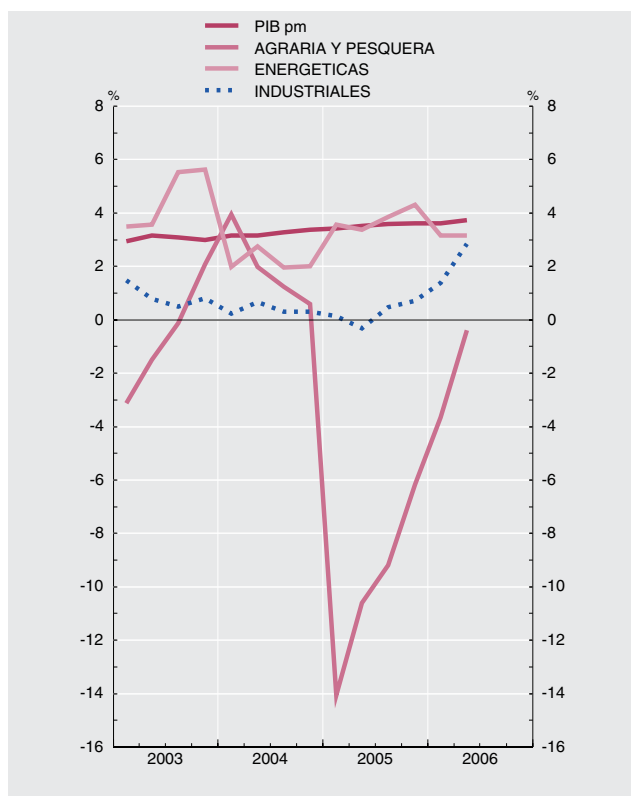
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

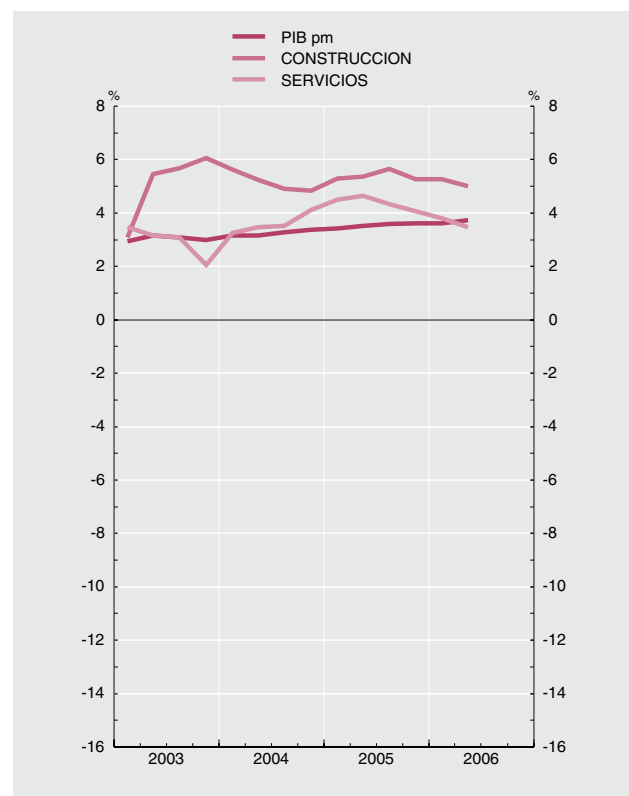
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción				IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
03	P	3,0	-0,7	4,5	0,9	5,1	2,9	2,6	4,2	5,1	6,6	9,0
04	P	3,2	1,9	2,2	0,4	5,1	3,6	3,6	3,7	2,6	12,4	7,0
05	P	3,5	-10,0	3,8	0,3	5,4	4,4	4,6	3,5	5,6	4,9	6,0
03 ///	P	3,1	-0,1	5,5	0,5	5,7	3,1	2,9	3,8	3,6	8,1	8,7
IV	P	3,0	2,1	5,6	0,8	6,1	2,0	1,6	3,7	9,1	8,4	10,7
04 /	P	3,2	4,0	2,0	0,2	5,6	3,3	3,2	3,4	0,5	12,8	11,8
II	P	3,2	2,0	2,7	0,7	5,2	3,5	3,5	3,4	-0,2	13,2	10,0
III	P	3,3	1,2	2,0	0,3	4,9	3,5	3,4	3,8	5,8	11,1	5,8
IV	P	3,4	0,6	2,0	0,3	4,8	4,1	4,1	4,1	4,5	12,4	0,8
05 /	P	3,4	-14,1	3,6	0,1	5,3	4,5	5,1	2,4	6,2	11,1	5,0
II	P	3,5	-10,6	3,4	-0,3	5,4	4,7	4,6	4,7	8,0	4,6	0,7
III	P	3,6	-9,2	3,9	0,5	5,7	4,3	4,6	3,3	4,6	1,8	7,4
IV	P	3,6	-6,2	4,3	0,7	5,3	4,1	4,1	3,8	3,6	2,2	11,1
06 /	P	3,6	-3,7	3,2	1,4	5,3	3,8	3,9	3,7	4,5	2,1	8,2
II	P	3,7	-0,4	3,2	2,8	5,0	3,5	3,5	3,4	5,5	2,0	8,2

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

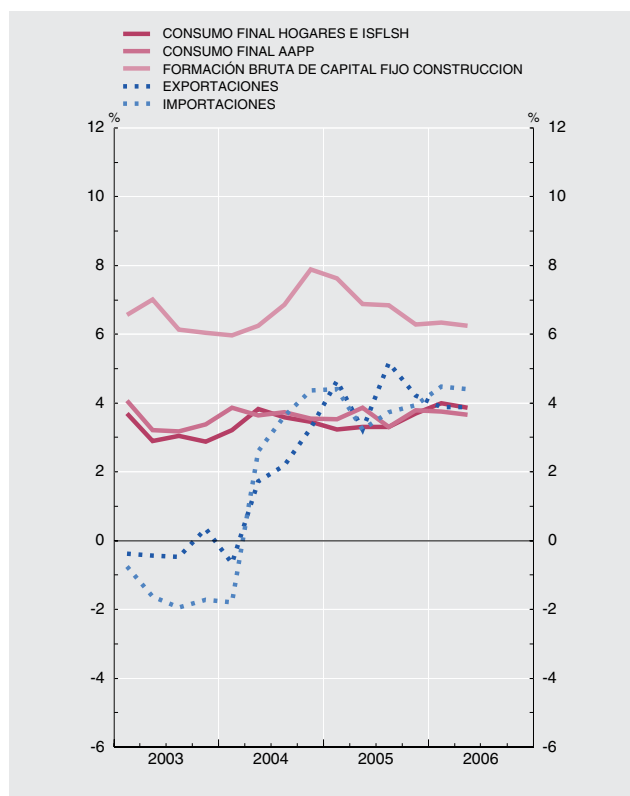
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

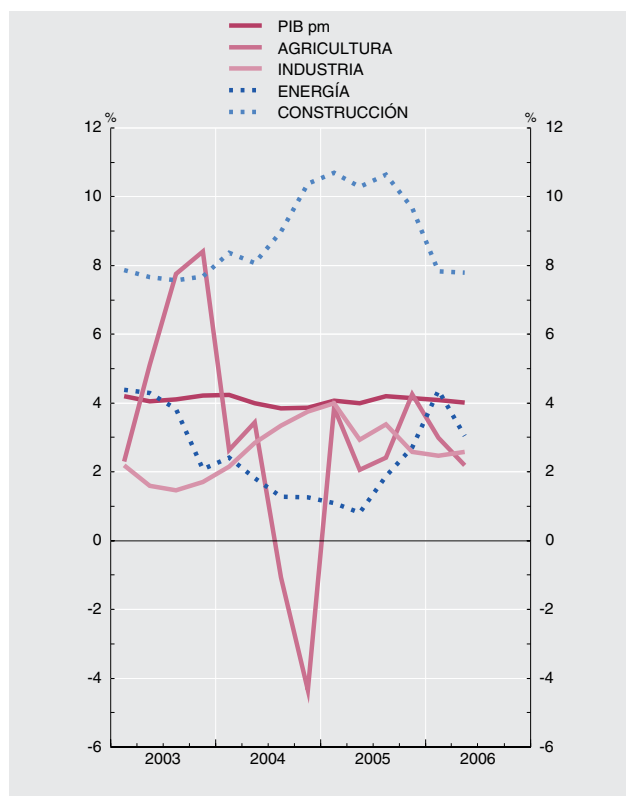
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda							Ramas de actividad						
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formacion bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas Energeticas	Ramas Industriales	Construcción	De los que	
				Bienes	Construccion	Otros productos								Ramas de los servicios	Servicios de mercado
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
03	P	3,1	3,4	1,5	6,4	5,1	-0,2	-1,5	4,1	5,9	3,6	1,7	7,7	3,9	4,1
04	P	3,5	3,7	2,2	6,8	5,9	1,6	2,2	4,0	0,1	1,7	3,0	9,0	3,4	3,3
05	P	3,4	3,6	2,0	6,9	4,4	4,3	3,8	4,1	3,1	1,6	3,2	10,3	3,1	3,0
03 /// IV	P	3,0	3,2	2,0	6,1	5,5	-0,5	-1,9	4,1	7,8	3,8	1,5	7,6	3,9	3,6
	P	2,9	3,4	2,3	6,0	5,8	0,3	-1,7	4,2	8,4	2,1	1,7	7,7	4,0	3,2
04 / /// IV	P	3,2	3,9	2,2	6,0	5,5	-0,7	-1,8	4,2	2,6	2,4	2,2	8,4	3,8	4,0
	P	3,8	3,6	2,6	6,3	6,5	1,7	2,6	4,0	3,4	1,8	2,8	8,1	3,3	3,6
	P	3,6	3,7	2,3	6,9	6,3	2,2	3,6	3,8	-1,1	1,3	3,3	9,0	3,2	4,2
	P	3,5	3,5	1,9	7,9	5,2	3,3	4,4	3,9	-4,3	1,3	3,7	10,4	3,2	3,5
05 / /// IV	P	3,3	3,5	2,3	7,6	4,8	4,6	4,4	4,1	3,9	1,1	4,0	10,7	3,1	3,7
	P	3,4	3,9	1,8	6,9	4,4	3,2	3,2	4,0	2,1	0,8	2,9	10,3	3,1	3,6
	P	3,4	3,3	1,7	6,8	4,2	5,2	3,7	4,2	2,4	1,9	3,4	10,6	3,2	3,6
	P	3,7	3,8	2,2	6,3	4,4	4,2	3,9	4,1	4,2	2,7	2,6	9,7	3,1	3,7
06 / //	P	4,0	3,7	2,4	6,3	4,5	3,9	4,5	4,1	3,0	4,4	2,5	7,8	3,1	3,8
	P	3,9	3,7	2,5	6,2	4,6	3,9	4,4	4,0	2,2	3,0	2,6	7,8	2,9	3,7

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

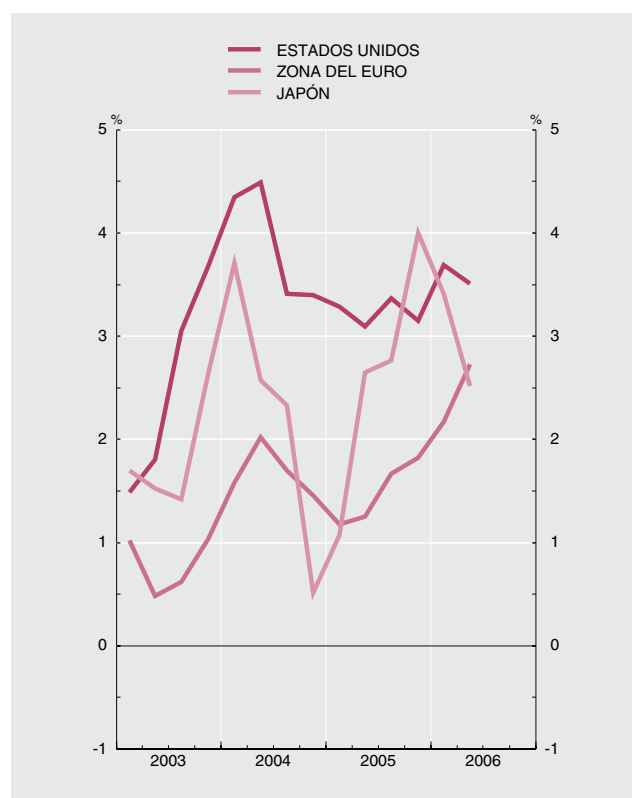
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

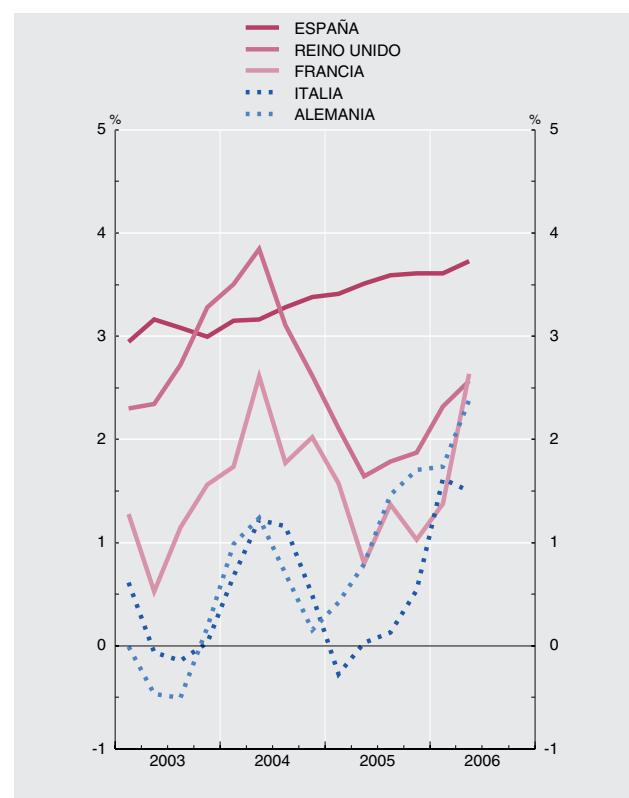
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
03	2,0	1,1	0,8	-0,2	3,0	2,5	1,1	0,1	1,8	2,7
04	3,3	2,0	1,7	0,8	3,2	3,9	2,0	0,9	2,3	3,3
05	2,8	1,6	1,5	1,1	3,5	3,2	1,2	0,1	2,6	1,9
03 /	1,6	0,8	0,5	-0,5	3,2	1,8	0,5	-0,1	1,5	2,3
///	2,0	1,0	0,6	-0,5	3,1	3,1	1,1	-0,1	1,4	2,7
IV	2,8	1,5	1,0	0,2	3,0	3,7	1,6	0,0	2,6	3,3
04 /	3,6	2,0	1,6	1,0	3,2	4,3	1,7	0,7	3,7	3,5
II	3,7	2,4	2,0	1,2	3,2	4,5	2,6	1,2	2,6	3,8
///	3,2	2,0	1,7	0,7	3,3	3,4	1,8	1,2	2,3	3,1
IV	2,8	1,7	1,5	0,2	3,4	3,4	2,0	0,5	0,5	2,6
05 /	2,6	1,4	1,2	0,4	3,4	3,3	1,6	-0,3	1,1	2,1
II	2,7	1,4	1,3	0,8	3,5	3,1	0,8	0,0	2,7	1,6
///	2,9	1,8	1,7	1,5	3,6	3,4	1,4	0,1	2,8	1,8
IV	2,9	1,9	1,8	1,7	3,6	3,1	1,0	0,5	4,0	1,9
06 /	3,2	2,2	2,2	1,7	3,6	3,7	1,4	1,6	3,4	2,3
II	...	2,7	2,7	2,4	3,7	3,5	2,6	1,5	2,5	2,6

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

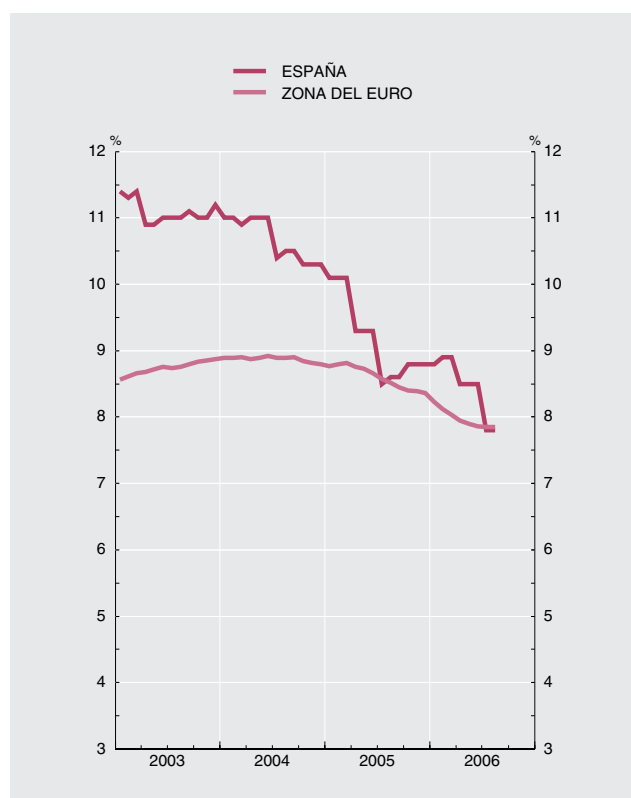
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

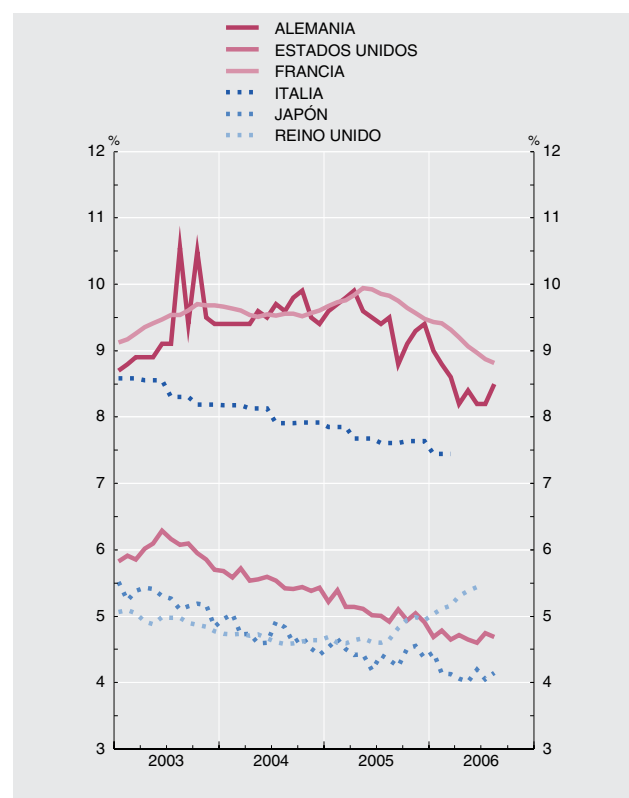
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
03	7,1	8,0	8,7	9,3	11,1	6,0	9,5	8,4	5,2	4,9
04	6,9	8,1	8,9	9,6	10,7	5,5	9,6	8,0	4,7	4,7
05	6,6	7,9	8,6	9,5	9,2	5,1	9,7	7,7	4,4	4,7
05 Mar	6,7	8,1	8,8	9,8	10,1	5,1	9,8	7,9	4,5	4,6
Abr	6,7	8,0	8,8	9,9	9,3	5,1	9,8	7,7	4,4	4,6
May	6,6	8,0	8,7	9,6	9,3	5,1	9,9	7,7	4,4	4,7
Jun	6,6	7,9	8,7	9,5	9,3	5,0	9,9	7,7	4,2	4,6
Jul	6,6	7,9	8,6	9,4	8,5	5,0	9,9	7,6	4,4	4,6
Ago	6,5	7,8	8,5	9,5	8,6	4,9	9,8	7,6	4,3	4,7
Sep	6,5	7,8	8,5	8,8	8,6	5,1	9,8	7,6	4,2	4,8
Oct	6,5	7,8	8,4	9,1	8,8	4,9	9,6	7,6	4,5	5,0
Nov	6,5	7,8	8,4	9,3	8,8	5,0	9,6	7,6	4,6	5,0
Dic	6,4	7,7	8,4	9,4	8,8	4,9	9,5	7,6	4,4	4,9
06 Ene	6,2	7,6	8,2	9,0	8,8	4,7	9,4	7,5	4,5	5,0
Feb	6,2	7,6	8,1	8,8	8,9	4,8	9,4	7,5	4,1	5,1
Mar	6,1	7,5	8,0	8,6	8,9	4,7	9,3	7,5	4,1	5,2
Abr	6,1	7,4	7,9	8,2	8,5	4,7	9,2	...	4,1	5,3
May	6,1	7,4	7,9	8,4	8,5	4,7	9,1	...	4,0	5,4
Jun	6,0	7,4	7,9	8,2	8,5	4,6	9,0	...	4,2	5,4
Jul	6,1	7,4	7,8	8,2	7,8	4,8	8,9	...	4,1	...
Ago	6,1	7,4	7,9	8,5	7,8	4,7	8,8	...	4,2	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

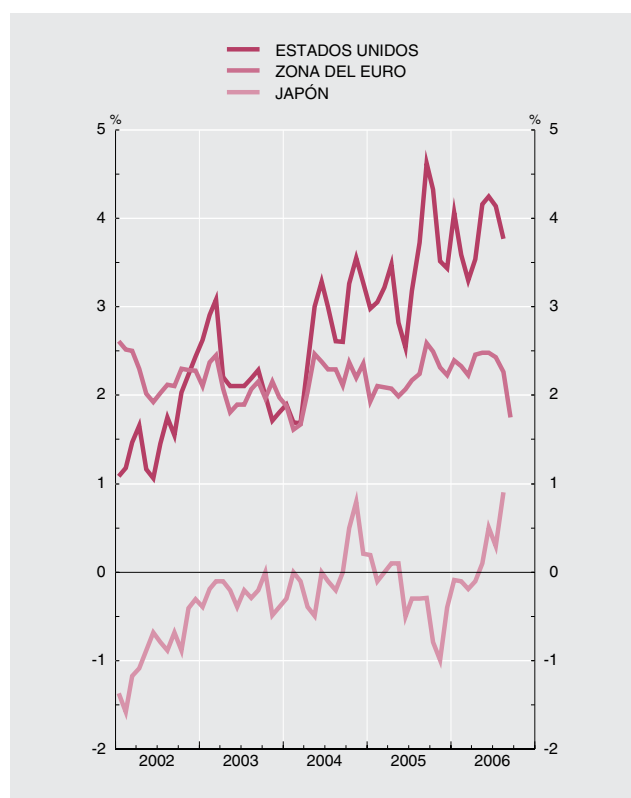
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

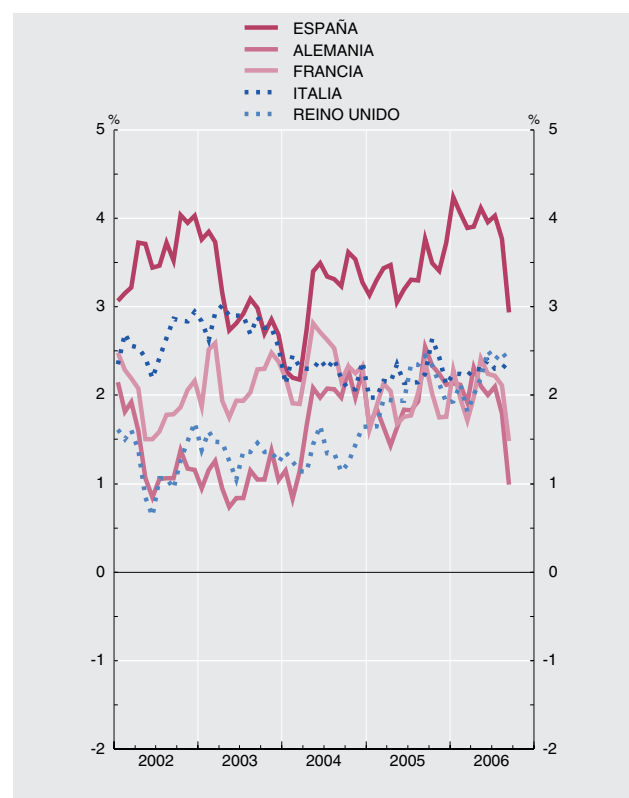
Tasas de variación interanual

	OCDE (Total)	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
02	2,5	2,1	2,2	1,4	3,6	1,6	1,9	2,6	-0,9	1,3
03	2,4	2,0	2,1	1,0	3,1	2,3	2,2	2,8	-0,2	1,4
04	2,4	2,0	2,1	1,8	3,1	2,7	2,3	2,3	-0,0	1,3
05	2,6	2,1	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1
05 Abr	2,7	2,0	2,1	1,4	3,5	3,5	2,0	2,1	0,1	1,9
May	2,3	1,9	2,0	1,6	3,0	2,8	1,7	2,3	0,1	1,9
Jun	2,2	2,0	2,1	1,8	3,2	2,5	1,8	2,1	-0,5	1,9
Jul	2,4	2,2	2,2	1,8	3,3	3,2	1,8	2,1	-0,3	2,4
Ago	2,8	2,3	2,2	1,9	3,3	3,7	2,0	2,1	-0,3	2,3
Sep	3,2	2,5	2,6	2,5	3,8	4,6	2,4	2,2	-0,3	2,4
Oct	2,9	2,4	2,5	2,3	3,5	4,3	2,0	2,6	-0,8	2,3
Nov	2,5	2,3	2,3	2,2	3,4	3,5	1,8	2,4	-1,0	2,1
Dic	2,6	2,2	2,2	2,1	3,7	3,4	1,8	2,1	-0,4	1,9
06 Ene	2,9	2,3	2,4	2,1	4,2	4,1	2,3	2,2	-0,1	1,9
Feb	2,8	2,2	2,3	2,1	4,1	3,6	2,0	2,2	-0,1	2,1
Mar	2,5	2,1	2,2	1,9	3,9	3,3	1,7	2,2	-0,2	1,8
Abr	2,7	2,4	2,5	2,3	3,9	3,5	2,0	2,3	-0,1	2,0
May	3,1	2,4	2,5	2,1	4,1	4,2	2,4	2,3	0,1	2,2
Jun	3,2	2,5	2,5	2,0	4,0	4,2	2,2	2,4	0,5	2,5
Jul	3,2	2,4	2,4	2,1	4,0	4,1	2,2	2,3	0,3	2,4
Ago	3,0	2,3	2,3	1,8	3,8	3,8	2,1	2,3	0,9	2,5
Sep	...	1,8	1,7	1,0	2,9	...	1,5	2,4	...	2,4

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.15.

a. Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

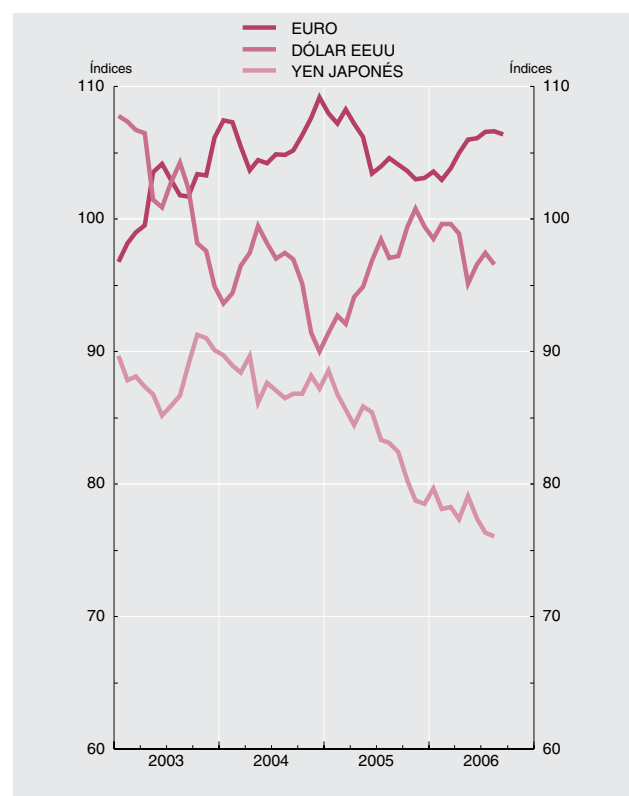
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
03	1,1313	130,98	115,93	99,9	97,5	99,9	101,7	102,5	88,2	102,2	102,8	87,9
04	1,2433	134,41	108,18	103,8	89,7	101,5	105,9	95,6	87,7	105,2	96,6	87,6
05	1,2445	136,88	110,17	103,0	88,5	99,5	105,2	96,2	83,6	103,6	98,3	84,1
05 E-S	1,2633	136,02	107,77	103,7	87,6	100,9	105,9	95,0	85,0	104,5	96,9	85,4
06 E-S	1,2446	144,15	115,85	103,0	88,2	94,4	105,2	97,8	77,8	103,9	99,8	79,4
05 Jul	1,2037	134,75	111,94	101,7	90,5	99,5	104,0	98,5	83,3	102,3	100,6	84,1
Ago	1,2292	135,98	110,63	102,3	88,9	99,5	104,6	97,0	83,1	102,9	99,1	84,0
Sep	1,2256	136,06	111,03	101,8	88,5	99,1	104,1	97,2	82,4	101,9	99,8	82,9
Oct	1,2015	138,05	114,90	101,4	90,2	96,8	103,6	99,4	80,3	101,5	102,9	80,8
Nov	1,1786	139,59	118,45	100,7	91,9	94,9	103,0	100,8	78,8	100,9	102,5	80,2
Dic	1,1856	140,58	118,58	100,7	91,3	94,4	103,1	99,4	78,5	101,1	101,8	79,8
06 Ene	1,2103	139,82	115,53	101,4	89,7	96,0	103,6	98,5	79,7	102,0	100,5	80,7
Feb	1,1938	140,77	117,91	100,7	90,6	94,6	103,0	99,6	78,1	101,8	101,0	79,9
Mar	1,2020	140,96	117,27	101,5	90,5	95,0	103,8	99,6	78,2	102,5	101,4	79,7
Abr	1,2271	143,59	117,03	102,7	89,4	94,3	105,0	98,9	77,3	103,7	100,8	78,6
May	1,2770	142,70	111,76	103,8	85,8	96,5	106,0	95,1	79,1	104,7	97,1	80,6
Jun	1,2650	145,11	114,72	103,9	87,0	94,6	106,1	96,6	77,4	104,7	99,0	78,5
Jul	1,2684	146,70	115,66	104,3	87,4	93,7	106,6	97,4	76,3	105,3	98,7	77,9
Ago	1,2811	148,53	115,94	104,4	86,8	92,9	106,6	96,6	76,0	105,3	...	...
Sep	1,2727	148,99	117,07	104,2	87,2	92,3	106,4	...	...	105,1	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON PRECIOS DE CONSUMO FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica, calculada con el sistema de doble ponderación a partir del comercio de manufacturas de 1995 a 1997, de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación. La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente a la agrupación.

b. Resultado de multiplicar los precios relativos de cada área-país (relación entre el índice de precios del área-país y el de los países del grupo) por el tipo de cambio efectivo nominal. La caída del índice refleja una depreciación del tipo efectivo real y, por consiguiente, puede interpretarse como una mejora de la competitividad de dicha área-país.

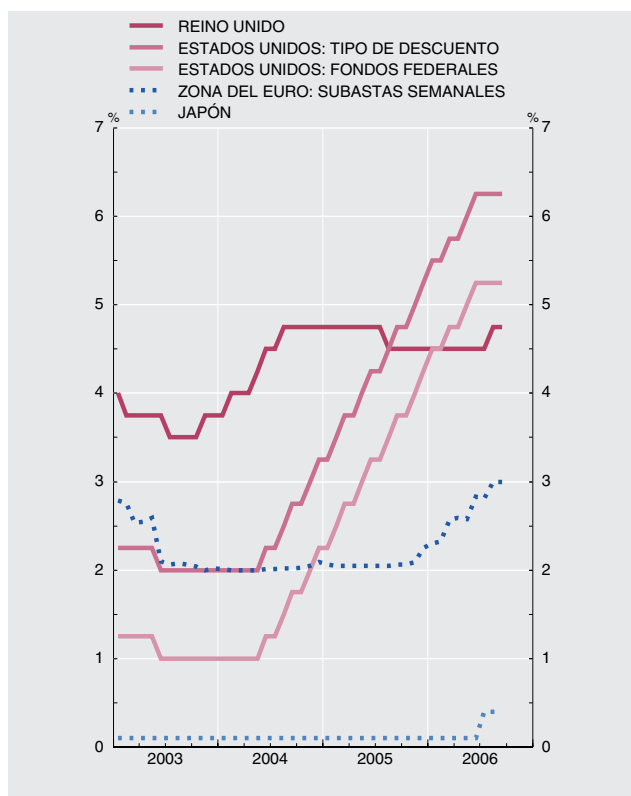
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS Bancos CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

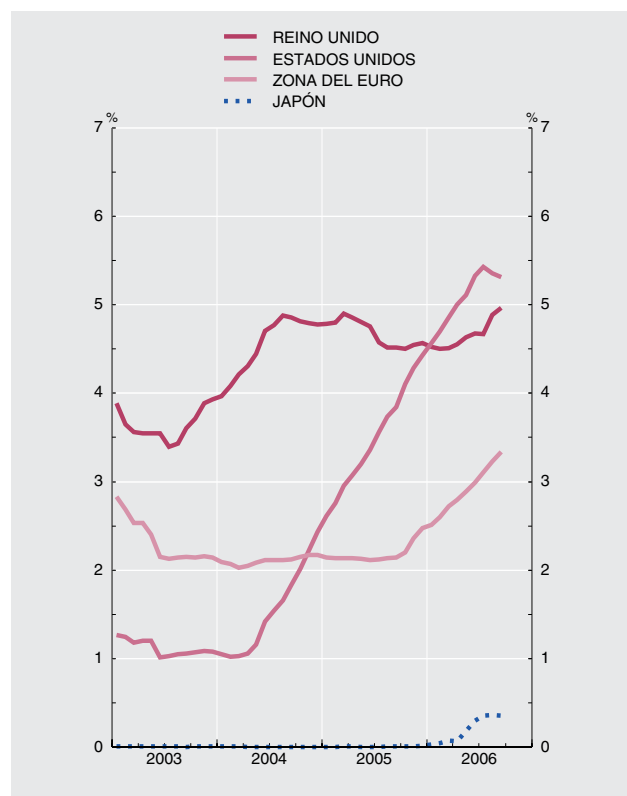
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales (c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)	(k)	(l)	(m)	(n)	(o)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
03	2,00	2,00	1,10	0,10	3,75	1,63	2,55	2,33	-	-	1,12	-	-	0,01	3,64
04	2,00	3,25	1,40	0,10	4,75	1,75	2,48	2,11	-	-	1,54	-	-	0,00	4,55
05	2,25	5,25	3,25	0,10	4,50	2,57	2,55	2,18	-	-	3,50	-	-	0,01	4,68
05 Abr	2,00	3,75	2,75	0,10	4,75	2,40	2,54	2,14	-	-	3,07	-	-	0,01	4,86
May	2,00	4,00	3,00	0,10	4,75	2,44	2,53	2,13	-	-	3,20	-	-	0,00	4,81
Jun	2,00	4,25	3,25	0,10	4,75	2,49	2,50	2,11	-	-	3,36	-	-	0,00	4,76
Jul	2,00	4,25	3,25	0,10	4,75	2,56	2,47	2,12	-	-	3,56	-	-	0,00	4,57
Ago	2,00	4,50	3,50	0,10	4,50	2,63	2,48	2,13	-	-	3,74	-	-	0,01	4,51
Sep	2,00	4,75	3,75	0,10	4,50	2,69	2,48	2,14	-	-	3,84	-	-	0,01	4,52
Oct	2,00	4,75	3,75	0,10	4,50	2,81	2,53	2,20	-	-	4,10	-	-	0,01	4,50
Nov	2,00	5,00	4,00	0,10	4,50	2,95	2,67	2,36	-	-	4,28	-	-	0,01	4,54
Dic	2,25	5,25	4,25	0,10	4,50	3,05	2,77	2,47	-	-	4,43	-	-	0,01	4,57
06 Ene	2,25	5,50	4,50	0,10	4,50	3,12	2,80	2,51	-	-	4,57	-	-	0,03	4,52
Feb	2,25	5,50	4,50	0,10	4,50	3,21	2,87	2,60	-	-	4,70	-	-	0,04	4,50
Mar	2,50	5,75	4,75	0,10	4,50	3,32	2,98	2,72	-	-	4,86	-	-	0,07	4,51
Abr	2,50	5,75	4,75	0,10	4,50	3,41	3,05	2,79	-	-	5,00	-	-	0,06	4,55
May	2,50	6,00	5,00	0,10	4,50	3,52	3,14	2,89	-	-	5,11	-	-	0,18	4,63
Jun	2,75	6,25	5,25	0,10	4,50	3,66	3,23	2,99	-	-	5,33	-	-	0,30	4,68
Jul	2,75	6,25	5,25	0,40	4,50	3,75	3,32	3,10	-	-	5,43	-	-	0,36	4,67
Ago	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,78	3,46	3,23	-	-	5,36	-	-	0,36	4,89
Sep	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,81	3,57	3,34	-	-	5,31	-	-	0,36	4,97

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

c. Tipos de interés de intervención (discount rate).

d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

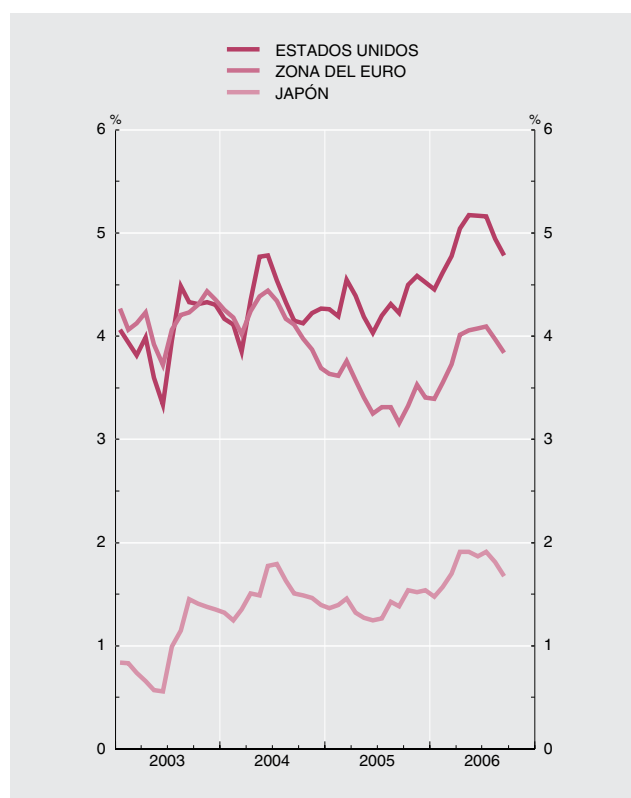
2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

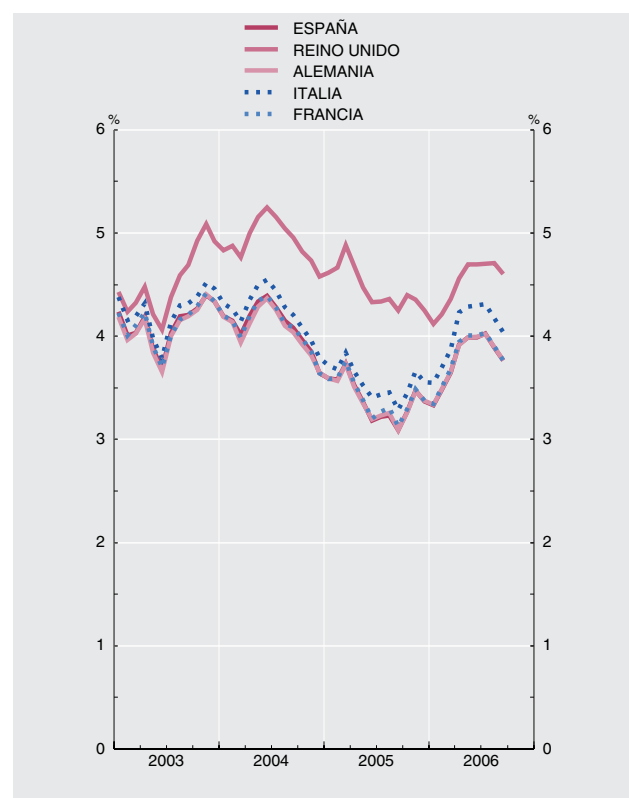
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
03	3,68	4,22	4,16	4,10	4,12	4,04	4,13	4,24	0,99	4,53
04	3,87	4,26	4,14	4,07	4,10	4,31	4,10	4,24	1,50	4,93
05	3,58	3,59	3,44	3,38	3,39	4,33	3,41	3,56	1,39	4,47
05 Abr	3,66	3,73	3,57	3,51	3,53	4,39	3,55	3,66	1,32	4,69
May	3,49	3,56	3,41	3,35	3,36	4,19	3,38	3,52	1,27	4,47
Jun	3,36	3,40	3,25	3,19	3,19	4,04	3,20	3,41	1,24	4,33
Jul	3,44	3,44	3,32	3,23	3,22	4,20	3,27	3,44	1,26	4,34
Ago	3,52	3,47	3,32	3,26	3,23	4,31	3,30	3,46	1,43	4,36
Sep	3,42	3,31	3,16	3,09	3,09	4,23	3,13	3,29	1,38	4,25
Oct	3,62	3,47	3,32	3,26	3,27	4,50	3,29	3,45	1,54	4,40
Nov	3,73	3,64	3,53	3,47	3,48	4,59	3,49	3,66	1,52	4,36
Dic	3,66	3,54	3,41	3,37	3,37	4,52	3,38	3,56	1,54	4,25
06 Ene	3,60	3,50	3,39	3,34	3,33	4,45	3,34	3,55	1,47	4,12
Feb	3,74	3,64	3,55	3,49	3,48	4,61	3,51	3,70	1,57	4,21
Mar	3,89	3,81	3,73	3,66	3,65	4,78	3,68	3,87	1,70	4,36
Abr	4,15	4,08	4,01	3,91	3,92	5,04	3,95	4,23	1,91	4,56
May	4,24	4,15	4,06	3,99	3,99	5,18	4,01	4,29	1,91	4,70
Jun	4,23	4,16	4,07	3,99	3,99	5,17	4,01	4,30	1,87	4,70
Jul	4,25	4,18	4,10	4,02	4,02	5,16	4,03	4,31	1,91	4,70
Ago	4,10	4,08	3,97	3,90	3,89	4,95	3,90	4,18	1,81	4,71
Sep	3,95	3,95	3,84	3,76	3,76	4,78	3,77	4,04	1,68	4,60

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

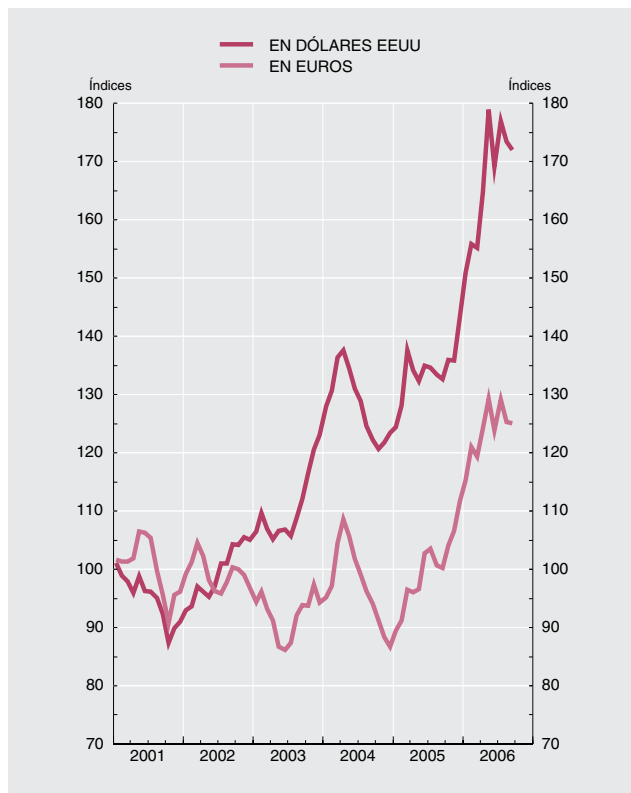
2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

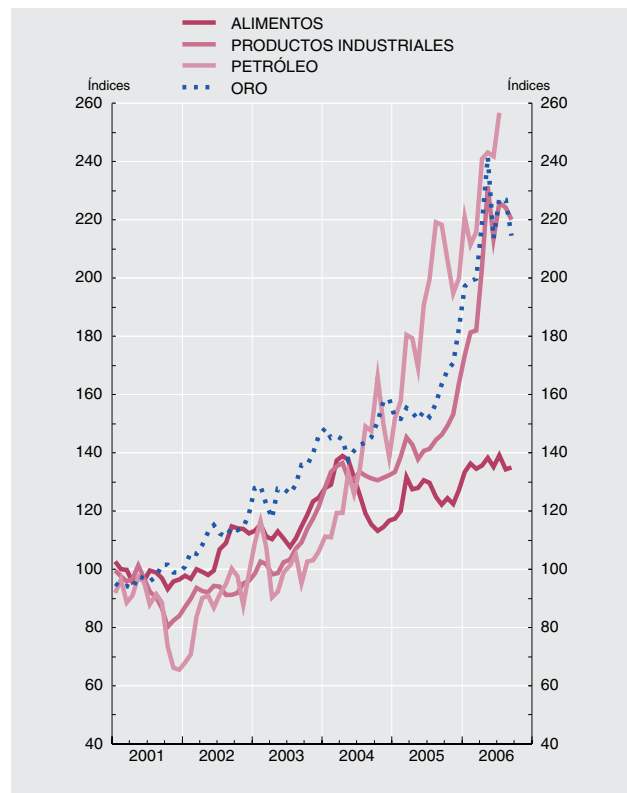
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
01	100,2	95,0	97,7	91,9	94,8	88,4	86,1	24,6	97,2	271,1	9,74
02	99,3	99,5	105,2	92,4	101,0	84,7	88,5	25,0	111,1	310,0	10,55
03	92,2	110,7	114,4	106,2	118,7	95,5	102,3	28,9	130,3	363,6	10,33
04	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
05 E-S	97,5	132,5	125,8	141,2	130,0	147,3	185,4	53,4	154,6	431,4	11,00
06 E-S	123,6	166,4	135,7	206,3	150,6	236,4	...	66,7	215,5	601,3	15,50
05 Ago	100,7	133,5	124,9	144,5	130,3	152,2	219,1	64,3	157,0	437,9	11,45
Sep	100,3	132,6	122,1	146,2	134,6	152,5	218,4	62,6	163,5	456,0	11,98
Oct	104,0	135,9	124,3	149,3	135,7	156,7	206,1	58,3	168,4	469,9	12,57
Nov	106,6	135,8	122,4	153,1	132,8	164,2	194,7	55,0	170,9	476,7	13,01
Dic	111,6	143,3	127,3	163,9	136,0	179,0	200,0	56,5	182,8	509,9	13,81
06 Ene	115,2	150,9	133,4	173,4	143,0	189,5	220,9	62,9	197,1	549,9	14,53
Feb	121,0	155,9	136,2	181,3	149,5	198,6	211,5	59,7	198,9	555,0	14,94
Mar	119,4	155,2	134,4	182,0	148,3	200,3	215,8	61,6	199,7	557,1	14,89
Abr	124,2	164,7	135,6	203,8	149,0	232,3	240,8	70,3	218,9	610,7	15,99
May	129,2	178,9	138,2	231,5	156,3	272,5	243,0	69,4	241,6	673,9	16,96
Jun	123,8	169,2	135,1	213,4	162,1	241,3	241,9	68,1	213,7	596,1	15,12
Jul	129,2	176,9	139,1	225,7	158,0	262,6	256,8	73,5	227,2	633,7	16,06
Ago	125,3	173,4	134,3	224,1	150,4	264,0	...	72,9	226,8	632,6	15,85
Sep	125,0	172,0	134,9	219,9	139,1	264,0	...	61,2	214,4	598,2	15,12

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el periodo 1999-2001.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

c. Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 h. en el mercado de Londres.

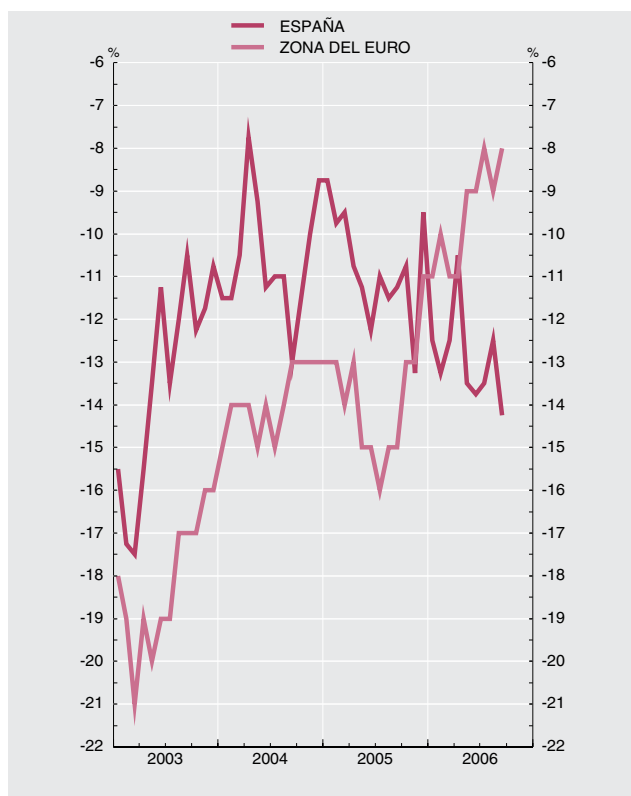
3.1. INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

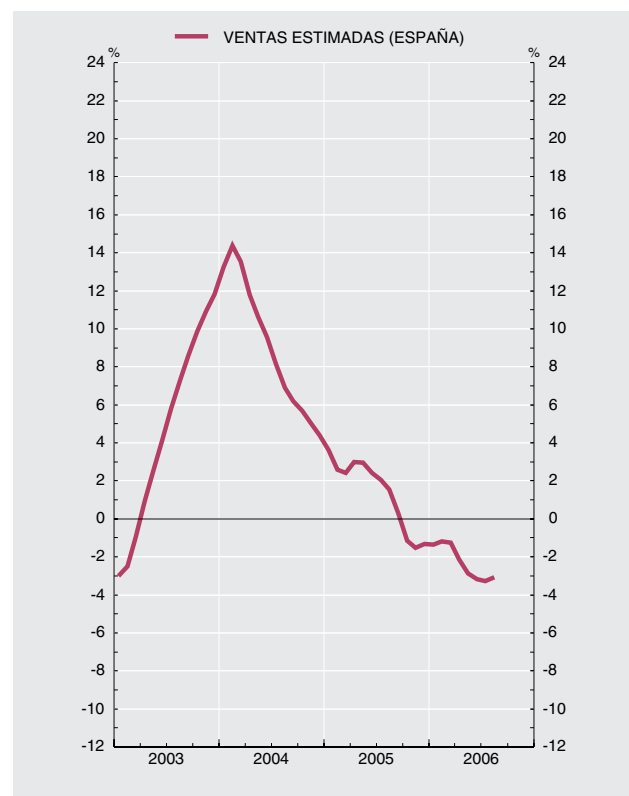
Tasas de variación interanual

		Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas						
		Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que		Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general			Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado	
		Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista	Matriculaciones	Uso privado			Matriculaciones	Nominal	Del cual		Alimentación (b)		Resto (c)
														Deflactado (a)	Grandes superficies (a)			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03		-13	-9	-2	-2	-18	-10	6,0	4,0	3,8	-1,5	5,7	2,9	5,2	0,8	4,2	0,7	
04	P	-11	-4	-1	-6	-14	-9	10,8	12,2	9,8	0,9	5,5	2,8	4,4	0,4	4,5	1,4	
05	P	-11	-7	-1	-5	-14	-8	1,4	1,9	0,8	1,6	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,3	
05 E-S	P	-11	-6	-1	-6	-14	-9	3,0	3,0	2,5	2,5	4,7	1,6	3,4	0,4	2,4	1,3	
06 E-S	A	-13	-12	-3	-9	-10	-0	-1,6	-1,4	-2,5	...	...	...	...	...	...	...
05 Oct	P	-11	-7	-1	-4	-13	-4	-8,6	-6,3	-9,6	0,1	3,3	-0,1	1,6	-0,2	0,1	1,4	
Nov	P	-13	-14	-3	-2	-13	-7	-3,1	0,6	-4,0	-2,0	3,6	0,4	1,1	-1,6	1,6	1,3	
Dic	P	-10	-9	1	-5	-11	-4	0,8	2,1	-0,4	-1,8	4,4	0,8	4,8	-0,9	1,9	0,9	
06 Ene	P	-13	-10	-3	-10	-11	-5	0,1	-1,1	-0,3	2,0	4,7	0,2	-0,2	-0,6	0,4	1,3	
Feb	P	-13	-11	-3	-13	-10	-4	-1,6	3,9	-2,3	2,6	4,2	0,1	1,6	-1,1	0,8	1,3	
Mar	P	-13	-12	-3	-13	-11	-1	8,7	11,7	8,2	1,5	6,6	2,4	3,6	0,2	4,0	0,2	
Abr	P	-11	-11	-	-2	-11	-	-10,4	-16,6	-10,5	1,8	0,4	-3,3	0,5	-1,8	-4,2	2,5	
May	A	-14	-14	-4	-11	-9	-	1,4	5,5	0,5	8,9	6,7	2,4	5,6	1,5	3,0	1,4	
Jun	A	-14	-13	-4	-19	-9	3	-1,5	0,1	-3,5	-2,5	4,5	0,4	0,8	1,6	-0,2	1,4	
Jul	A	-14	-15	-3	-9	-8	-	-3,9	-6,5	-5,1	-4,7	5,4	1,3	2,9	0,6	1,8	2,2	
Ago	A	-13	-11	-2	-1	-9	1	-2,4	-1,8	-3,8	-1,2	7,2	3,4	4,5	1,8	4,9	2,1	
Sep	A	-14	-13	-4	-5	-8	3	-6,4	-6,5	-7,2	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Comisión de la UE (European Economy. Supplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.

a. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general. Desde enero de 2003, INE.

b. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC de alimentación y bebidas. Desde enero de 2003, INE.

c. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general excepto alimentación, bebidas y tabaco. Desde enero de 2003, INE.

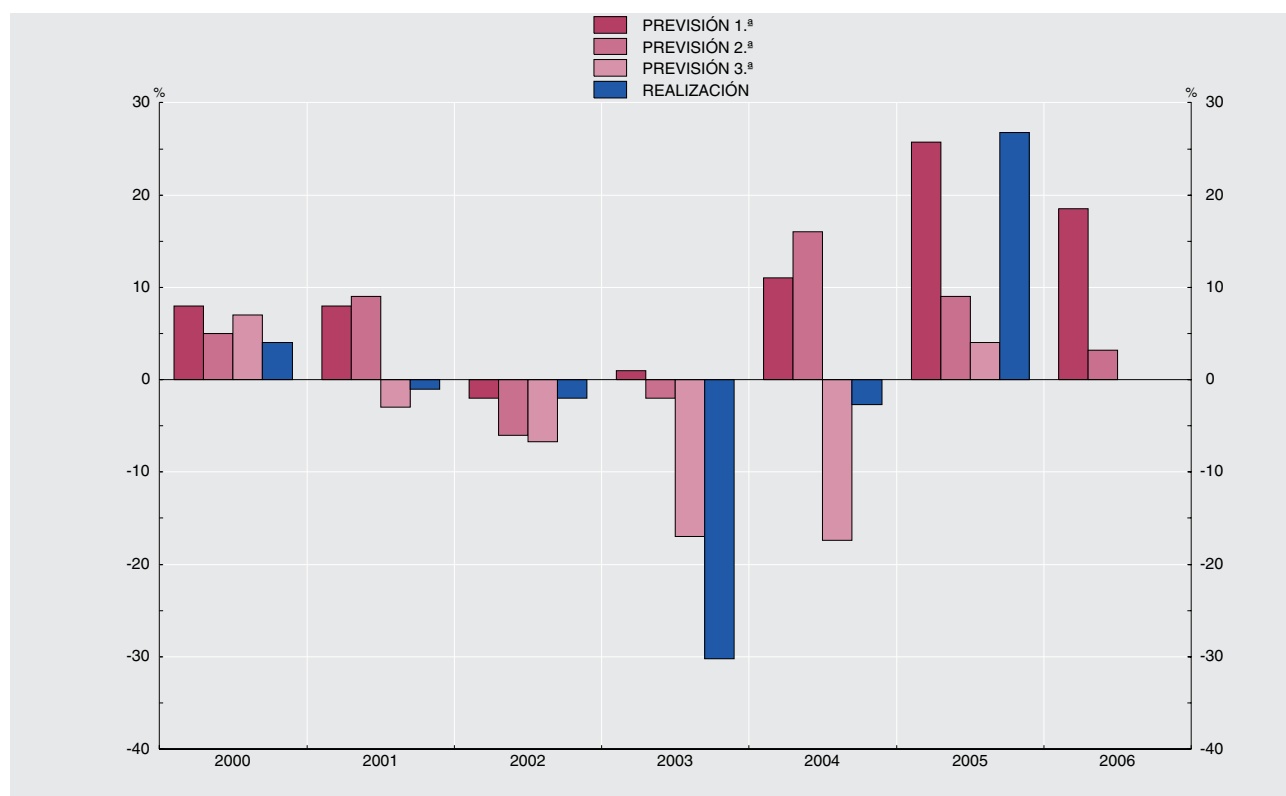
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a
	1	2	3	4
00		4	8	5
01		-1	8	9
02		-2	-2	-6
03		-30	1	-2
04		-3	11	16
05		27	26	9
06		...	19	3
				7
				-3
				-7
				-17
				-17
				4
				...

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

Nota: La primera previsión se realiza en el otoño del año anterior; la segunda y la tercera, en primavera y otoño del año en curso, respectivamente; la información correspondiente a la realización del año t se obtiene en la primavera del año t+1.

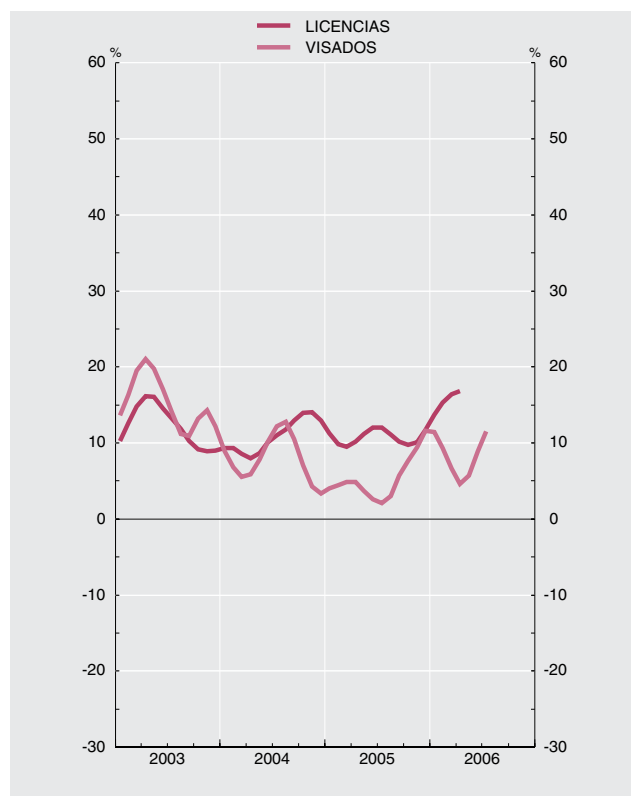
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

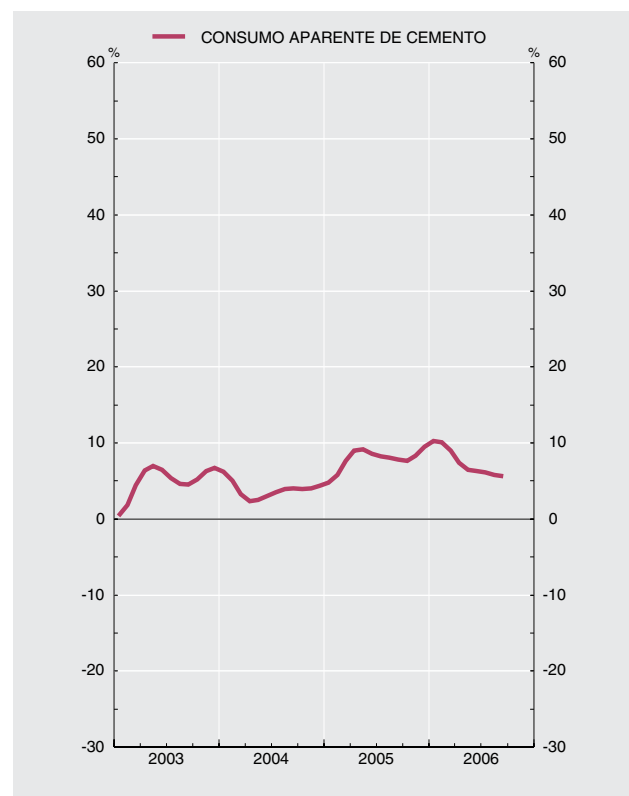
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir			Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento	
		Total	De la cual		No residencial	De la cual		Total		Edificación					Ingeniería civil
			Residencial	Vivienda		Total	Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial		
											Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
03		13,4	16,2	16,3	2,0	17,5	19,9	-10,9	-10,9	-0,3	-11,7	35,4	3,8	-14,8	4,8
04		12,8	13,7	14,5	8,4	6,3	9,9	18,3	18,3	3,2	30,9	-0,5	-5,2	24,9	3,9
05	P	7,7	8,4	8,6	4,4	5,3	4,8	18,5	18,5	40,4	15,1	30,2	51,0	10,7	7,3
05 E-S	P	10,4	11,5	12,0	5,2	4,4	3,7	13,3	13,3	49,7	22,2	24,5	62,0	2,8	7,7
06 E-S	A	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	7,3
05 Jun	P	16,8	16,5	18,0	17,9	2,4	2,2	-10,4	19,9	93,6	-19,1	21,2	150,6	-32,6	6,7
Jul	P	26,8	22,7	21,9	46,3	-2,5	-10,7	-30,9	7,1	8,3	66,0	-23,2	-10,3	-42,9	1,7
Ago	P	8,3	13,7	12,4	-17,0	-6,0	-1,8	21,0	9,1	11,8	-23,9	559,0	50,3	24,2	15,7
Sep	P	8,5	10,5	13,5	-0,9	20,9	19,9	89,7	13,3	48,0	8,9	2,4	62,8	108,7	7,4
Oct	P	5,4	6,3	5,7	0,8	3,1	4,9	63,1	17,0	32,7	-7,2	189,3	46,9	80,8	6,3
Nov	P	-6,8	-7,0	-7,6	-5,9	5,8	6,8	42,9	18,9	81,5	88,4	101,2	79,8	18,6	3,9
Dic	P	5,4	4,2	4,6	11,2	14,8	13,7	15,1	18,5	-21,2	-35,6	-16,8	-14,8	42,7	8,8
06 Ene	P	28,5	28,6	28,8	28,1	23,9	18,9	18,1	18,1	142,1	259,8	192,9	83,7	-5,7	15,5
Feb	P	14,4	16,6	15,9	3,6	5,4	4,3	8,5	14,9	16,4	132,3	156,4	-5,9	4,2	12,9
Mar	P	26,8	21,3	21,5	58,4	15,2	18,0	14,9	14,9	25,3	62,8	279,8	10,0	9,9	22,0
Abr	P	12,6	2,8	5,1	61,8	-16,2	-14,0	25,9	17,7	38,8	-28,8	6,2	58,9	20,2	-8,9
May	A	...	...	...	...	10,8	14,8	68,9	28,6	46,4	203,4	144,8	15,8	78,8	8,3
Jun	A	...	...	...	...	11,5	14,4	11,1	25,3	6,0	55,1	6,5	-2,0	14,3	7,8
Jul	A	...	...	...	...	12,9	20,0	1,6	21,5	-5,2	-46,8	7,4	19,6	5,5	7,8
Ago	A	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	4,0
Sep	A	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	0,2

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Ministerio de Fomento y Asociación de Fabricantes de Cemento de España.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

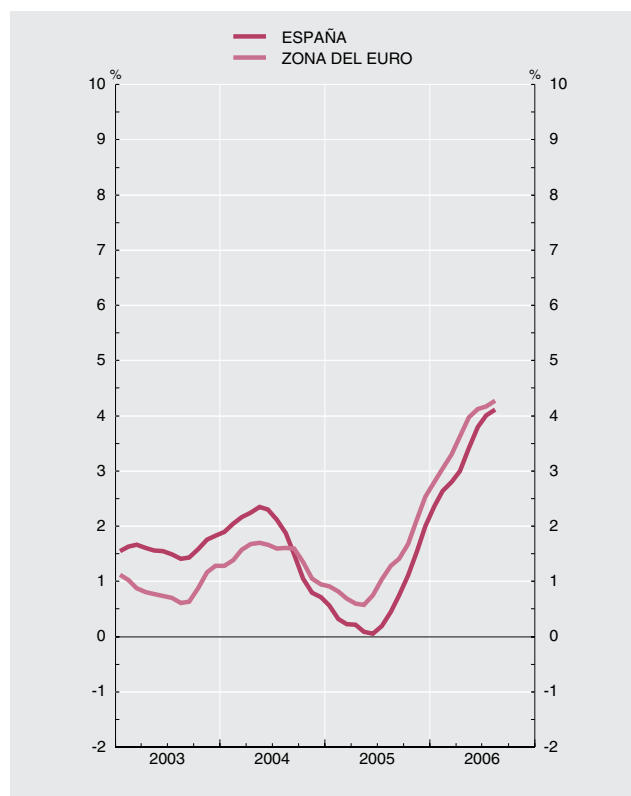
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

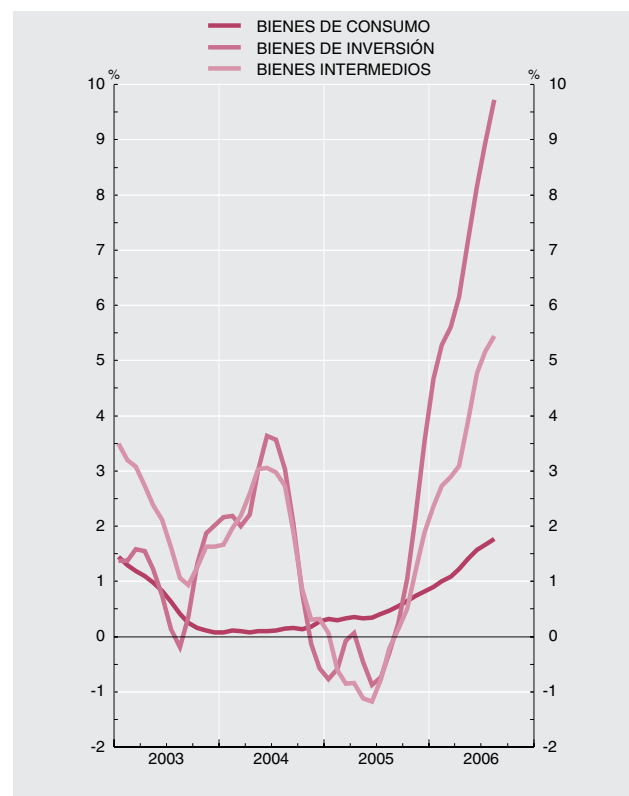
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Extrac-tivas	Manufac-tureras	Produc-ción y distribu-ción de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12								Total	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
03	MP	100,5	1,6	0,5	0,8	2,1	3,9	0,0	1,5	2,9	0,3	0,1	-0,3	-0,1	0,3
04	MP	102,3	1,8	0,0	1,9	1,9	4,9	-4,8	1,2	7,0	2,0	2,1	0,5	3,3	2,2
05	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,2	1,2	0,6	2,6	0,7
05 E-A	MP	101,1	-0,2	0,3	-0,7	-1,1	2,0	-4,0	-0,6	4,0	0,8	0,8	0,2	2,4	0,1
06 E-A	MP	105,0	3,9	1,8	7,8	4,1	2,6	2,0	4,1	2,4	3,7	3,8	2,1	4,9	4,5
05 May	P	106,9	0,1	-0,1	1,7	-0,6	1,0	5,1	-0,2	2,3	-	-0,3	0,3	0,7	-0,5
Jun	P	110,1	-0,2	1,1	-1,4	-1,2	1,7	1,6	-0,5	3,0	0,6	0,5	0,6	2,5	-1,2
Jul	P	106,3	-3,5	-2,8	-6,2	-4,5	2,1	-3,4	-4,1	2,6	0,6	0,2	-0,4	2,9	-1,0
Ago	P	76,0	3,7	4,2	5,7	4,8	-0,7	5,9	4,3	-0,4	2,6	2,9	3,4	2,8	3,3
Sep	P	107,9	0,2	0,5	-2,2	-0,1	3,9	-1,7	-	2,1	1,2	1,6	1,6	2,9	0,7
Oct	P	104,7	-0,1	-	-0,9	-1,1	3,7	-4,8	-0,2	1,4	0,4	0,7	0,9	0,3	0,9
Nov	P	110,6	0,9	0,2	-1,3	1,1	5,5	-2,1	0,4	6,3	3,1	3,5	1,4	4,6	3,7
Dic	P	96,8	1,4	-1,1	2,4	1,0	5,4	-8,6	0,8	6,7	2,8	2,5	1,6	3,9	2,4
06 Ene	P	102,0	5,4	3,0	12,0	4,9	3,8	0,8	5,6	4,5	2,9	2,2	0,9	4,0	2,0
Feb	P	102,8	2,7	1,7	4,6	2,6	2,9	7,3	2,9	1,4	2,9	3,1	2,5	5,6	1,8
Mar	P	116,5	11,0	9,0	18,1	11,7	3,6	16,7	12,1	0,8	4,2	5,0	2,6	5,5	4,7
Abr	P	96,7	-9,8	-12,5	-10,0	-9,8	-3,6	-4,8	-10,5	-5,1	1,7	0,7	0,1	2,2	2,4
May	P	115,6	8,1	7,6	13,2	7,4	3,2	4,5	8,7	3,7	5,2	6,0	4,1	7,7	6,4
Jun	P	115,8	5,2	2,6	8,7	6,2	3,0	1,2	5,6	2,7	4,5	4,8	2,7	4,7	6,8
Jul	P	110,8	4,2	1,2	7,0	5,2	4,0	-7,3	3,9	7,2	3,0	3,2	1,5	3,3	4,4
Ago	P	79,8	5,0	2,3	12,2	5,4	3,2	-1,9	5,3	3,6	5,4	5,7	2,6	6,2	7,8

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TOTAL
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. COMPONENTES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 1.

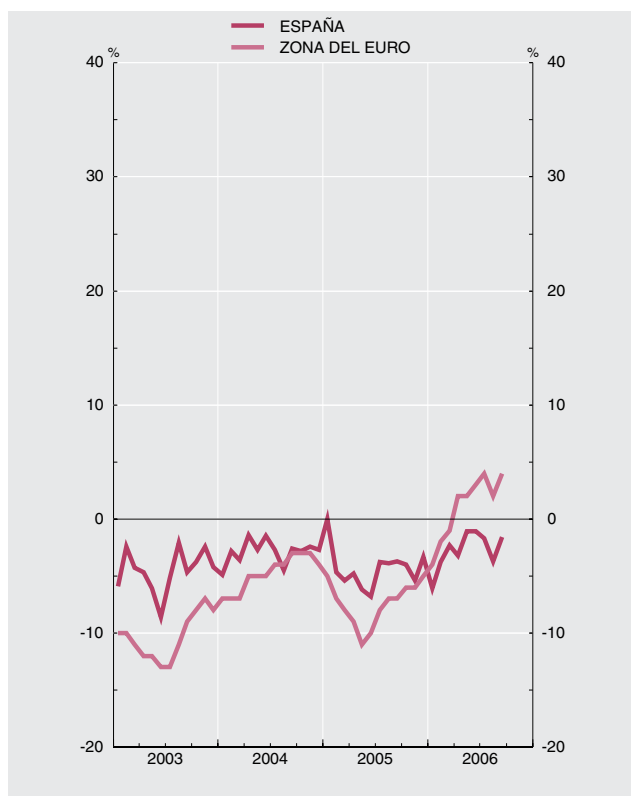
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

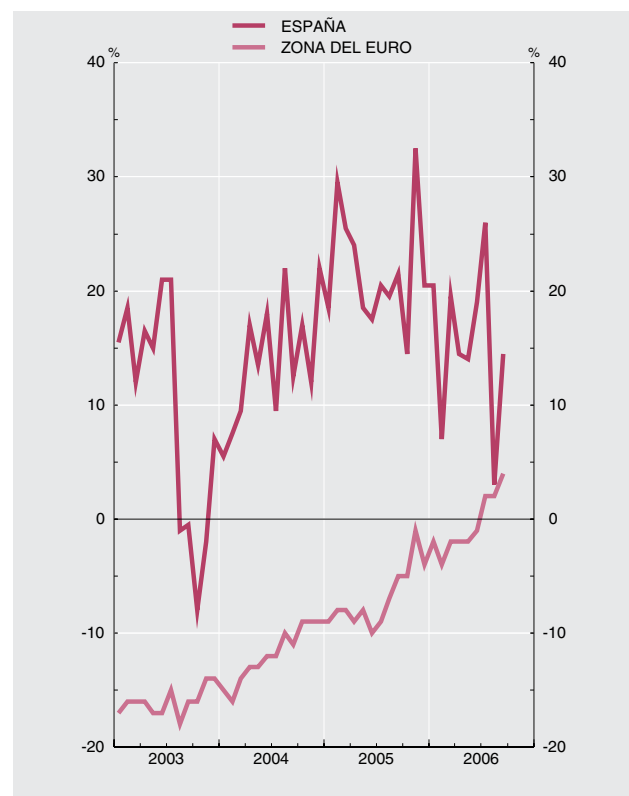
Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro		
		Indica- dor del clima indus- trial	Produc- ción tres últi- mos meses	Tenden- cia de la produc- ción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extran- jeros	Nivel de exis- ten- cias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construc- ción	Nivel de produc- ción	Nivel de contra- tación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construc- ción
		(a)		(a)	(a)		(a)	Con- su- mo	Equi- po	In- ter- medios (a)	Otros sec- tores (a)				Produc- ción	Contra- tación	Indicador del clima in- dustrial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
03	M	-5	4	8	-11	-20	10	-0	-3	-9	1	10	9	20	30	19	-10	-25	-16
04	M	-3	4	10	-8	-17	11	-3	1	-4	0	14	7	21	30	26	-5	-16	-12
05	M	-4	0	7	-9	-18	12	-2	-5	-6	1	22	31	35	30	22	-7	-17	-7
05 E-S	M	-4	1	8	-9	-18	12	-2	-4	-7	1	22	29	35	36	23	-8	-17	-8
06 E-S	M	-3	6	6	-2	-12	12	-3	-1	-3	-1	15	33	23	29	12	1	-2	-1
05 Jun		-7	6	6	-13	-21	13	-2	-4	-12	0	18	42	30	28	27	-10	-21	-10
Jul		-4	12	7	-6	-17	12	-1	-6	-5	2	21	46	30	41	40	-8	-18	-9
Ago		-4	4	7	-9	-17	10	3	-2	-11	6	20	43	23	23	23	-7	-18	-7
Sep		-4	-4	5	-6	-18	11	-3	-6	-3	3	22	37	32	39	20	-7	-16	-5
Oct		-4	-1	7	-11	-20	8	-4	-5	-4	2	15	43	23	13	26	-6	-16	-5
Nov		-5	1	6	-8	-14	14	-3	-9	-6	2	33	30	54	15	11	-6	-16	-1
Dic		-3	-2	7	-5	-16	12	-1	-3	-5	-1	21	39	31	7	19	-5	-13	-4
06 Ene		-6	-3	5	-8	-19	15	-4	-7	-8	2	21	25	37	39	32	-4	-12	-2
Feb		-4	1	5	-5	-16	11	-4	0	-6	-1	7	-2	21	27	2	-2	-10	-4
Mar		-2	2	6	-0	-13	13	-2	-0	-4	-1	20	15	31	19	21	-1	-6	-2
Abr		-3	7	3	-2	-12	10	-4	-	-4	-1	15	49	19	41	-1	2	-1	-2
May		-1	2	7	1	-8	11	-5	4	-1	-2	14	31	18	47	25	2	-2	-2
Jun		-1	10	9	-1	-7	11	-2	-	-1	-1	19	51	22	34	9	3	2	-1
Jul		-2	11	8	-3	-9	11	-3	-1	-1	-1	26	39	37	22	16	4	3	2
Ago		-4	12	4	-3	-9	13	-5	-6	-1	-	3	38	-1	7	3	2	3	2
Sep		-2	9	8	-1	-11	12	-1	1	-3	-2	15	51	21	21	5	4	4	4

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.
a. Corregidos de variaciones estacionales.

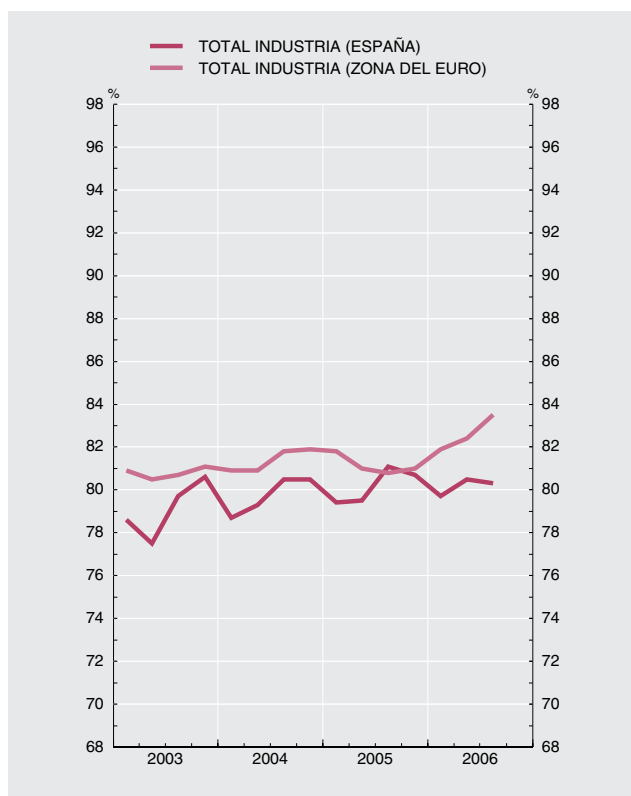
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

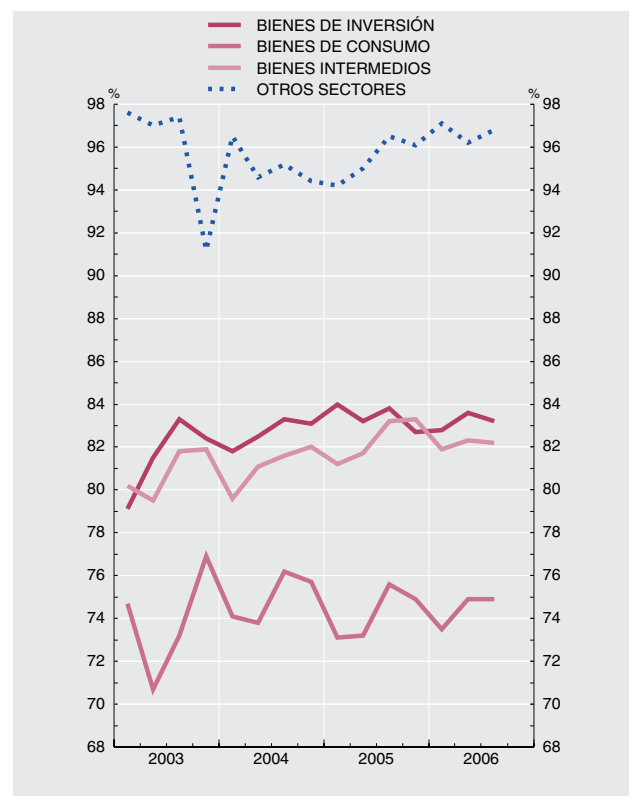
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad pro- ductiva (%)
	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad producti- va insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad producti- va insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad producti- va insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad producti- va insta- lada (Saldos)				
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	■			■			■			■			■			■
03	79,1	80,9	6	73,9	76,7	7	81,6	83,0	7	80,9	82,2	5	95,8	95,6	-1	80,8
04	79,8	81,0	6	75,0	76,6	7	82,7	83,5	6	81,1	82,3	5	95,2	95,2	2	81,4
05	80,2	81,5	5	74,2	76,3	6	83,4	84,3	5	82,4	83,3	4	95,5	95,1	0	81,2
05 I-III	80,0	81,6	4	74,0	76,2	6	83,7	84,8	3	82,0	83,3	4	95,2	96,1	-	81,2
06 I-III	80,2	81,3	5	74,4	76,4	4	83,2	83,4	8	82,1	83,1	5	96,7	97,2	-	82,6
04 I	78,7	80,2	10	74,1	75,8	13	81,8	82,8	10	79,6	81,4	7	96,5	96,4	-	80,9
II	79,3	81,2	6	73,8	76,2	5	82,5	83,8	8	81,1	83,0	7	94,6	94,6	-	80,9
III	80,5	81,2	6	76,2	77,5	9	83,3	83,5	4	81,6	82,0	5	95,2	95,5	-	81,8
IV	80,5	81,3	2	75,7	76,8	2	83,1	84,0	2	82,0	82,6	1	94,4	94,1	6	81,9
05 I	79,4	81,2	4	73,1	75,9	3	84,0	84,8	4	81,2	82,6	4	94,2	95,0	-	81,8
II	79,5	81,7	5	73,2	76,3	6	83,2	85,1	3	81,7	83,4	5	95,0	96,6	-	81,0
III	81,1	81,8	5	75,6	76,4	8	83,8	84,4	4	83,2	83,9	5	96,5	96,7	-	80,8
IV	80,7	81,3	5	74,9	76,7	6	82,7	82,9	8	83,3	83,4	3	96,1	91,9	0	81,0
06 I	79,7	80,5	9	73,5	75,5	6	82,8	82,6	14	81,9	82,5	9	97,1	97,4	-	81,9
II	80,5	82,2	5	74,9	77,9	5	83,6	84,2	7	82,3	83,8	5	96,2	96,5	-	82,4
III	80,3	81,1	2	74,9	75,9	1	83,2	83,4	4	82,2	83,0	1	96,8	97,8	-	83,5

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

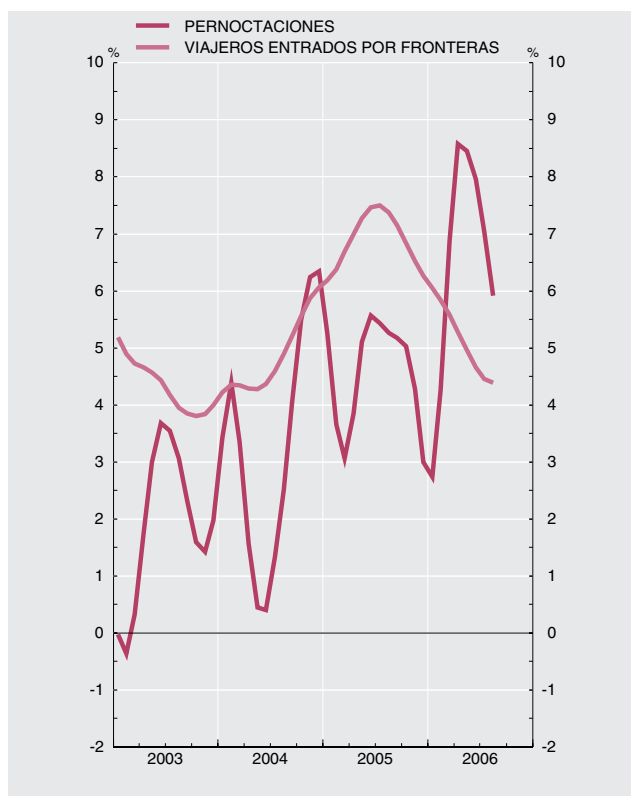
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

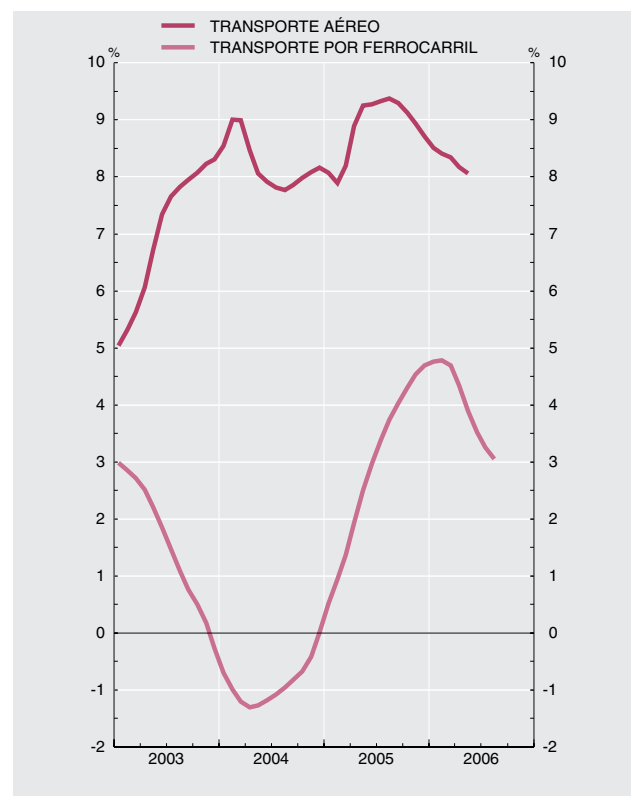
Tasas de variación interanual

		Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril	
		Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
		1	2	3	4	5	6	7	Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales	11	12	13	14	15
03		3,8	2,1	2,4	0,7	2,9	-2,8	13,6	7,4	8,1	7,0	0,5	-3,3	4,8	1,4	2,1
04		6,9	1,4	2,9	-1,6	4,4	3,1	6,6	8,0	9,8	6,8	9,1	10,6	6,8	-1,5	-2,1
05	P	5,7	5,2	4,7	3,2	7,4	6,5	9,0	9,2	13,6	6,2	-3,0	-1,1	9,0	4,3	-2,2
05 E-A	P	5,8	4,0	4,6	2,1	7,7	6,6	9,3	9,1	13,6	6,0	-2,0	-1,2	10,9	4,6	-7,6
06 E-A	P	6,7	8,0	7,1	8,2	4,0	4,9	2,6	-41,7	-38,6	-44,0	-41,5	-55,9	-36,0	1,9	-23,0
05 May	P	8,5	3,8	8,2	2,5	7,5	5,4	11,4	11,2	17,8	6,8	-6,9	-11,1	7,1	5,3	-3,5
Jun	P	6,8	8,0	5,3	3,9	11,1	8,4	16,5	8,8	13,7	5,6	-3,4	-4,4	11,4	3,7	-4,8
Jul	P	7,8	7,8	6,5	4,3	10,8	8,4	15,5	11,9	17,5	8,5	-6,9	6,4	6,6	2,5	-10,6
Ago	P	4,7	4,6	4,0	3,2	6,5	6,9	6,0	8,7	14,9	5,0	-5,1	-2,2	7,6	5,7	2,5
Sep	P	6,5	9,0	5,4	5,3	10,9	8,3	16,1	10,6	16,4	7,0	-5,0	12,4	3,7	3,8	4,5
Oct	P	3,5	5,4	5,5	6,9	4,9	4,6	5,4	8,3	14,7	4,4	-1,2	-16,0	5,4	2,0	31,3
Nov	P	9,0	9,9	7,1	7,2	5,7	7,7	3,1	10,7	12,5	9,1	-3,1	-1,7	5,3	3,2	-2,4
Dic	P	3,8	7,9	0,8	2,9	5,0	2,8	7,5	9,0	10,4	7,8	-10,5	0,5	7,1	6,4	8,8
06 Ene	P	3,3	0,9	-0,3	-1,2	3,6	-0,1	7,9	7,7	12,5	3,8	-1,5	-2,7	3,6	6,3	5,5
Feb	P	5,6	1,9	1,8	-1,7	6,4	2,0	12,2	5,4	7,5	3,7	-10,1	14,8	5,4	6,4	5,5
Mar	P	2,0	8,1	-1,0	6,4	1,1	0,0	2,7	3,1	6,9	-0,0	-5,4	-20,2	7,9	4,6	5,5
Abr	P	21,8	19,8	24,3	17,5	15,5	17,7	12,2	15,1	9,5	19,6	-16,2	37,8	4,3	-6,5	-22,1
May	P	5,2	9,3	6,3	9,8	6,9	6,9	6,8	6,9	5,4	8,0	-6,3	-2,4	5,2	1,7	7,9
Jun	P	7,4	11,3	10,3	13,5	0,6	5,5	-8,3	...	...	...	...	...	...	0,4	-0,2
Jul	P	4,5	4,9	7,9	9,3	-0,4	3,0	-6,7	...	...	...	...	...	...	1,0	...
Ago	P	4,5	4,8	4,4	4,7	2,9	3,3	2,3	...	...	...	...	...	...	2,0	...

TURISMO
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 15.

a. Desde enero de 2003, para Galicia, información procedente del declarativo sobre totales de entradas de viajeros y pernoctaciones del mes. Se ha realizado una revisión exhaustiva del directorio. Desde enero de 2006, se han actualizado los directorios y ampliado el ámbito de recogida de la información a todos los días del mes.

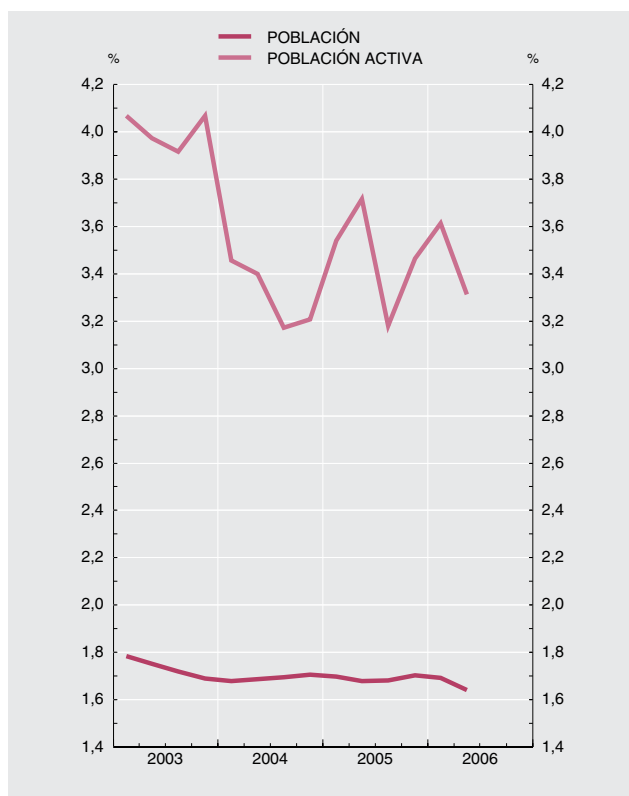
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

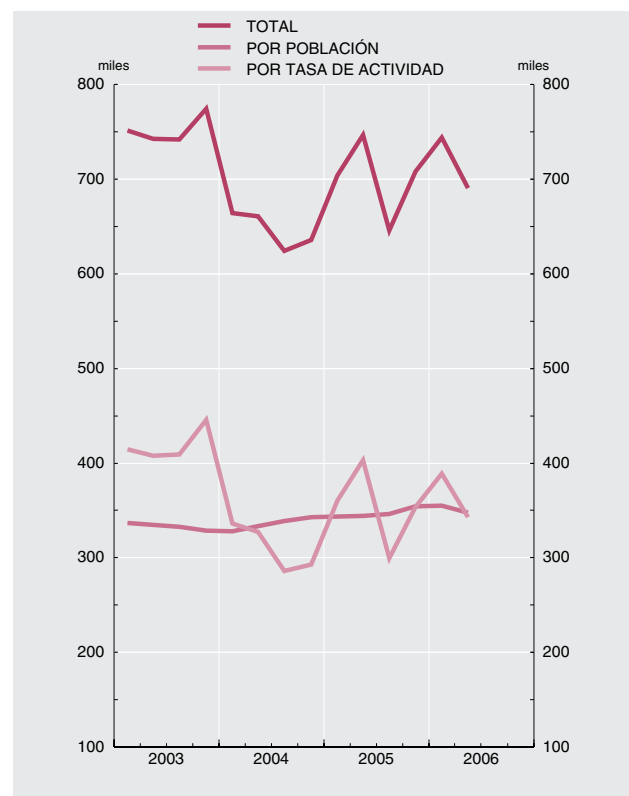
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				Población activa					
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4	
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
03	M	35 215	601	1,7	55,48	19 538	753	333	419	4,0	
04	M	35 811	596	1,7	56,36	20 184	646	336	311	3,3	
05	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	701	347	354	3,5	
05 I-II	M	36 261	602	1,7	57,13	20 716	1 451	688	763	3,6	
06 I-II	M	36 866	605	1,7	58,14	21 433	1 435	703	732	3,5	
03 IV		35 434	588	1,7	55,91	19 812	775	329	446	4,1	
04 I		35 583	587	1,7	55,89	19 888	664	328	336	3,5	
II		35 735	593	1,7	56,23	20 093	661	333	327	3,4	
III		35 887	598	1,7	56,60	20 310	624	339	286	3,2	
IV		36 038	604	1,7	56,74	20 447	636	343	293	3,2	
05 I		36 188	604	1,7	56,90	20 592	704	344	360	3,5	
II		36 335	600	1,7	57,35	20 840	747	344	403	3,7	
III		36 490	603	1,7	57,43	20 956	646	346	300	3,2	
IV		36 652	614	1,7	57,72	21 156	708	354	354	3,5	
06 I		36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6	
II		36 931	597	1,6	58,30	21 530	691	348	343	3,3	

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

b. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) * variación interanual col. 1. Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) * col. 1 (t-4).

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

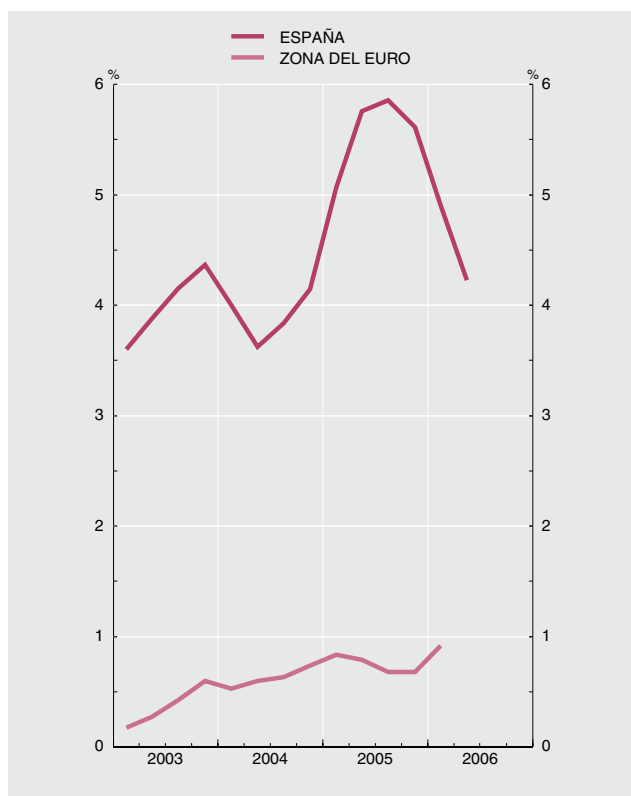
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

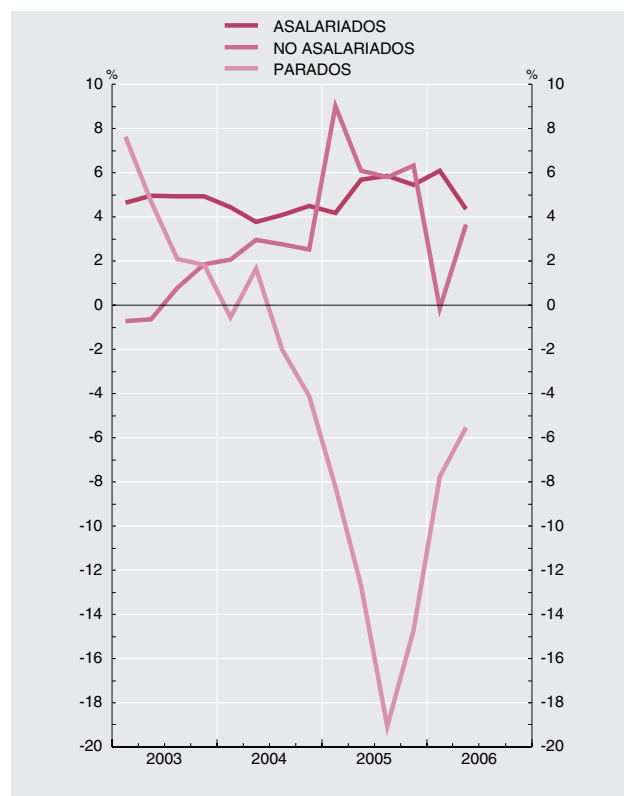
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados				Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4		Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
03	M	17 296	666	4,0	14 127	656	4,9	3 169	10	0,3	2 242	87	4,0	11,48	0,4	8,74	
04	M	17 971	675	3,9	14 721	593	4,2	3 250	82	2,6	2 214	-29	-1,3	10,97	0,6	8,88	
05	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	0,7	8,60	
05 I-II	M	18 694	961	5,4	15 209	716	4,9	3 485	245	7,5	2 022	-235	-10,4	9,76	0,8	8,75	
06 I-II	M	19 547	853	4,6	16 000	792	5,2	3 546	61	1,8	1 886	-135	-6,7	8,80	...	8,01	
03 IV		17 560	734	4,4	14 375	676	4,9	3 185	59	1,9	2 252	40	1,8	11,37	0,6	8,86	
04 I		17 600	677	4,0	14 375	612	4,4	3 225	65	2,1	2 287	-12	-0,5	11,50	0,5	8,89	
II		17 866	625	3,6	14 609	531	3,8	3 256	93	3,0	2 227	36	1,6	11,08	0,6	8,89	
III		18 129	670	3,8	14 876	583	4,1	3 253	87	2,7	2 181	-45	-2,0	10,74	0,6	8,90	
IV		18 288	728	4,1	15 022	648	4,5	3 266	81	2,5	2 159	-93	-4,1	10,56	0,7	8,81	
05 I		18 493	892	5,1	14 977	602	4,2	3 516	291	9,0	2 099	-188	-8,2	10,19	0,8	8,79	
II		18 895	1 029	5,8	15 440	831	5,7	3 455	198	6,1	1 945	-282	-12,7	9,33	0,8	8,72	
III		19 191	1 062	5,9	15 750	874	5,9	3 442	188	5,8	1 765	-416	-19,1	8,42	0,7	8,52	
IV		19 314	1 026	5,6	15 842	819	5,5	3 473	207	6,3	1 841	-318	-14,7	8,70	0,7	8,38	
06 I		19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	0,9	8,13	
II		19 693	798	4,2	16 112	671	4,3	3 582	127	3,7	1 837	-108	-5,5	8,53	...	7,90	

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005) y BCE.

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

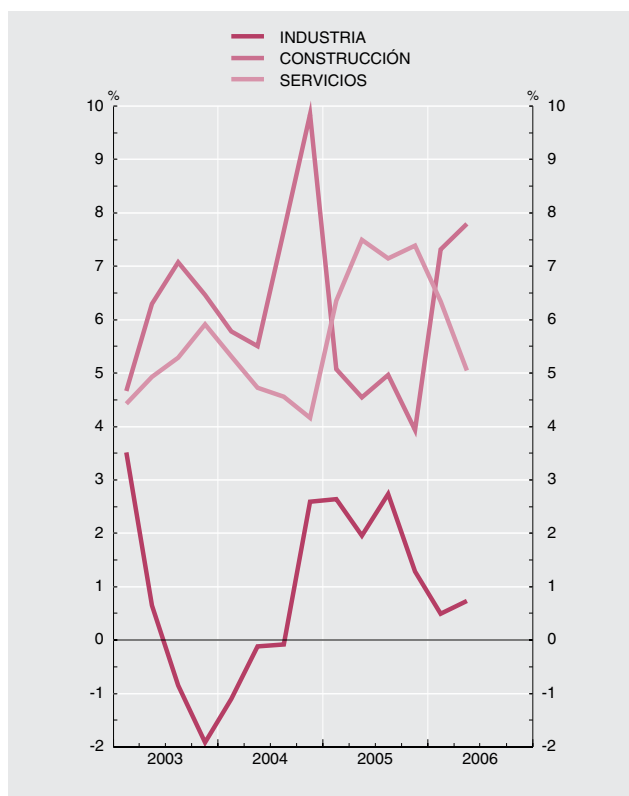
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

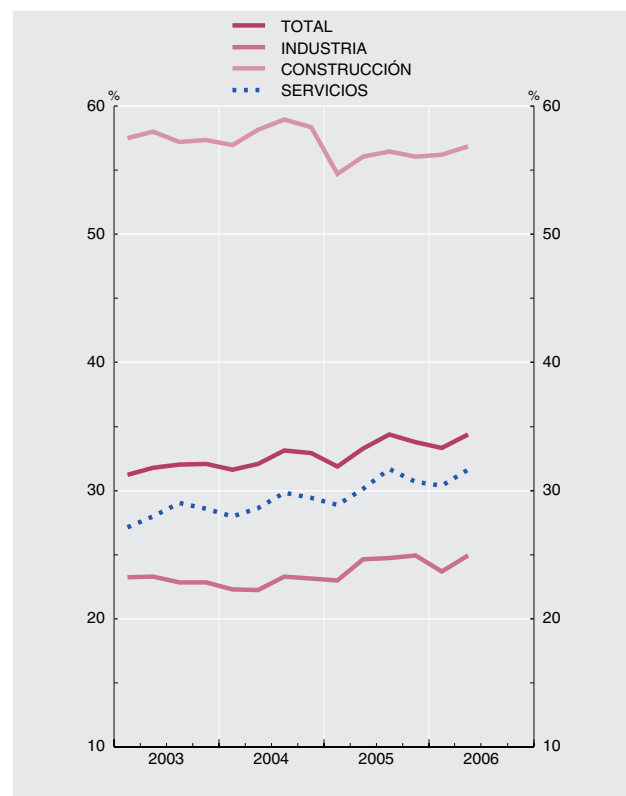
Tasas de variación interanual y porcentajes

			Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en		
			Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas no agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
03	M		4,0	4,9	31,8	-0,4	3,7	60,6	0,3	-0,0	23,0	6,1	7,5	57,5	5,1	6,0	28,2	4,3	4,2	5,3
04	M		3,9	4,2	32,4	-0,2	3,9	62,1	0,3	1,0	22,7	7,2	6,4	58,1	4,7	4,8	29,0	4,2	4,2	4,9
05	M		5,6	5,3	33,3	1,2	1,7	62,5	2,1	0,5	24,3	4,6	3,3	55,8	7,1	7,3	30,3	5,8	...	...
05 I-II	M		5,4	4,9	2,2	-0,4	-2,9	-0,9	2,3	0,8	6,9	4,8	3,6	-3,8	6,9	6,9	4,3	6,1	...	...
06 I-II	M		4,6	5,2	4,0	-3,1	4,2	-2,6	0,6	0,9	2,2	7,6	7,9	2,1	5,7	6,0	5,1	4,6	...	...
03 IV			4,4	4,9	32,1	4,0	12,7	61,9	-1,9	-2,1	22,8	6,5	7,1	57,4	5,9	6,5	28,6	4,4	4,5	6,6
04 I			4,0	4,4	31,6	2,6	8,4	63,7	-1,1	-0,5	22,3	5,8	5,5	56,9	5,3	5,6	28,0	4,1	4,2	5,9
II			3,6	3,8	32,1	-0,5	1,9	61,0	-0,1	0,6	22,2	5,5	4,1	58,2	4,7	4,8	28,6	3,9	4,1	5,3
III			3,8	4,1	33,1	0,2	7,5	60,3	-0,1	0,6	23,3	7,7	6,5	58,9	4,6	4,6	29,8	4,0	4,1	4,8
IV			4,1	4,5	32,9	-3,1	-1,7	63,5	2,6	3,3	23,1	9,8	9,4	58,3	4,2	4,3	29,4	4,6	4,4	3,7
05 I			5,1	4,2	31,9	-1,4	-8,5	61,7	2,6	0,9	23,0	5,1	3,4	54,7	6,4	6,0	28,9	5,5	...	...
II			5,8	5,7	33,3	0,7	3,3	61,9	2,0	0,7	24,6	4,5	3,7	56,0	7,5	7,7	30,1	6,1	...	...
III			5,9	5,9	34,4	2,9	6,4	63,6	2,7	1,0	24,7	5,0	3,3	56,4	7,1	7,8	31,7	6,0	...	...
IV			5,6	5,5	33,8	2,7	6,3	62,8	1,3	-0,5	24,9	3,9	2,7	56,1	7,4	7,7	30,7	5,8	...	...
06 I			4,9	6,1	33,3	-3,2	8,1	61,3	0,5	0,7	23,7	7,3	8,2	56,2	6,3	7,2	30,4	5,4	...	...
II			4,2	4,3	34,4	-3,0	0,4	59,1	0,7	1,0	24,9	7,8	7,6	56,8	5,0	4,9	31,6	4,6	...	...

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Ramas de actividad de acuerdo con la CNAE-93.

Notas: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

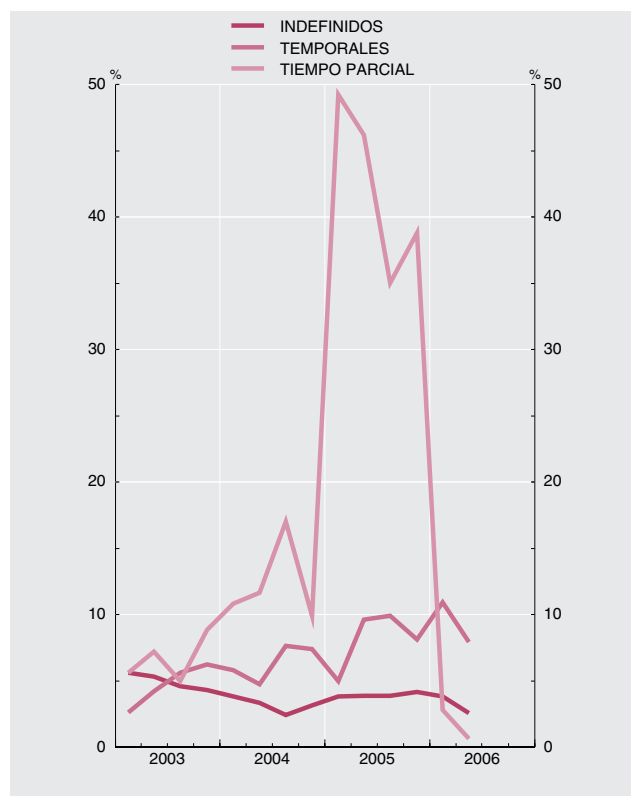
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

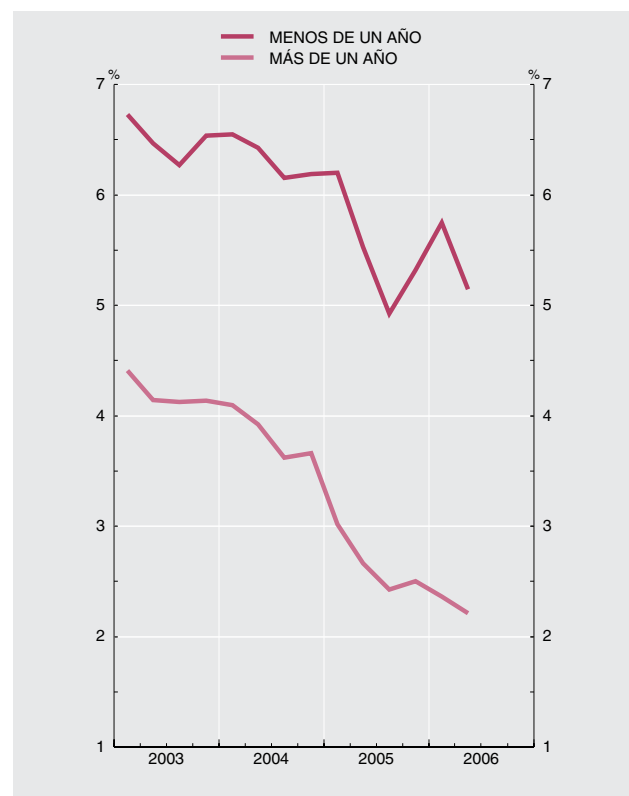
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados										Parados							
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración				% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)			
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año					
Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Ratio de tempora- lidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	% sobre asalaria- dos	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Cambio de resi- den- cia	Menor salario	Menor cate- goría			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17			
03	M	455	4,9	201	4,7	31,77	581	4,7	75	6,7	8,44	6,50	4,9	4,20	3,0	19,99	42,30	47,61	
04	M	306	3,2	288	6,4	32,44	447	3,5	147	12,3	9,10	6,33	0,6	3,82	-6,0	18,20	42,19	47,33	
05	M	390	3,9	392	8,2	33,32	215	1,6	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3	...	...	...
05 I-II	M	378	3,8	338	7,3	32,57	206	1,6	631	47,7	12,85	5,86	-6,4	2,84	-26,6	...	...	...
06 I-II	M	328	3,2	464	9,4	33,86	659	4,9	33	1,7	12,42	5,45	-3,9	2,29	-16,6	...	...	...
03 IV		405	4,3	271	6,2	32,06	574	4,6	101	8,9	8,66	6,54	3,7	4,14	-1,7	19,34	43,87	49,23	
04 I		362	3,8	250	5,8	31,63	485	3,9	127	10,8	9,00	6,55	0,7	4,09	-3,9	17,99	42,10	47,98	
II		320	3,3	211	4,7	32,07	390	3,0	141	11,6	9,26	6,43	2,8	3,92	-2,1	18,77	42,48	47,89	
III		234	2,4	349	7,6	33,13	388	2,9	195	17,0	9,03	6,15	1,2	3,62	-9,5	18,25	41,60	46,07	
IV		308	3,2	340	7,4	32,94	524	4,0	123	9,9	9,11	6,19	-2,4	3,66	-8,6	17,78	42,57	47,38	
05 I		375	3,8	227	5,0	31,88	-36	-0,3	637	49,3	12,89	6,20	-2,0	3,02	-23,7	...	...	...
II		381	3,8	449	9,6	33,26	206	1,6	625	46,2	12,81	5,53	-10,8	2,66	-29,5	...	...	...
III		385	3,9	489	9,9	34,39	403	3,0	471	35,1	11,52	4,92	-17,4	2,43	-30,8	...	...	...
IV		417	4,1	402	8,1	33,77	289	2,1	531	38,8	11,98	5,32	-11,0	2,50	-29,4	...	...	...
06 I		390	3,8	522	10,9	33,33	858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8	...	...	...
II		265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2	...	...	...

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

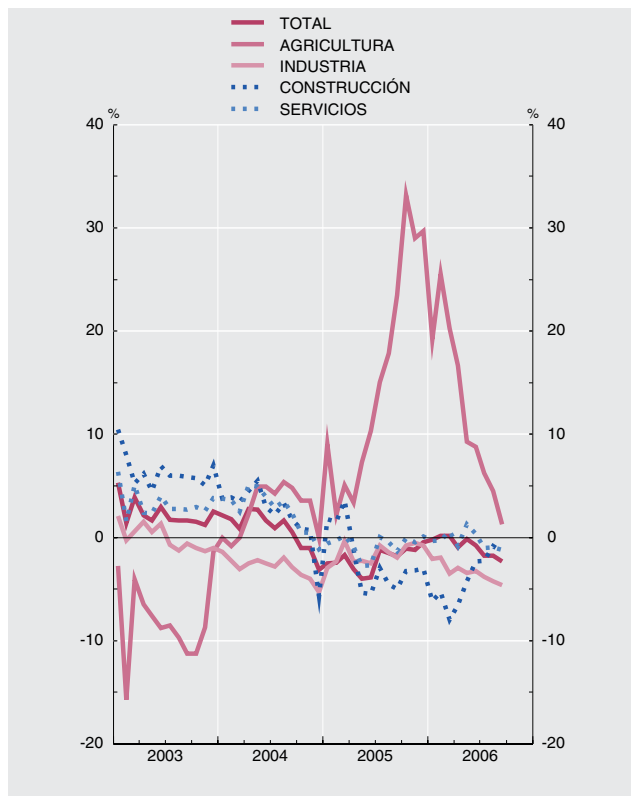
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

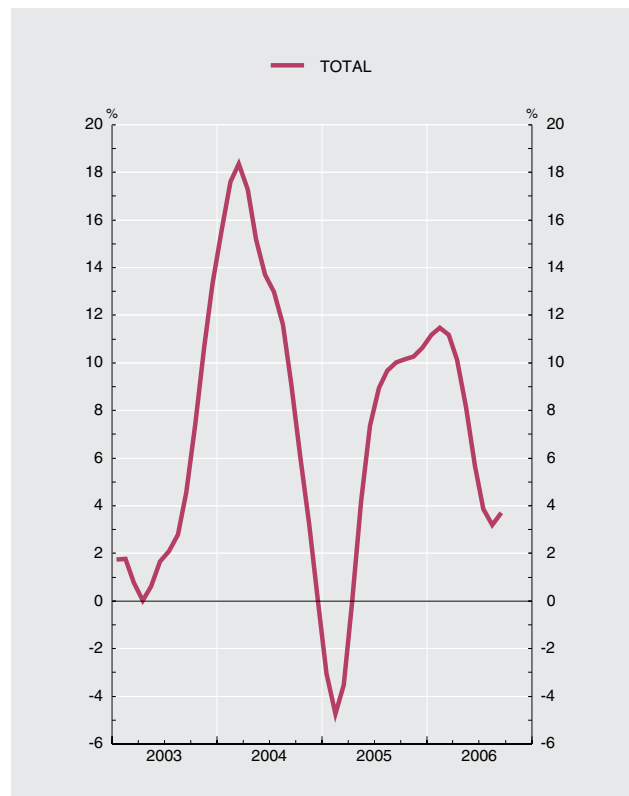
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total			Total	
		Miles de personas 1	Variación inter-anual (Miles de personas) 2	1 T 12 3	1 T 12 4	1 T 12					Miles de personas 11	1 T 12 12	Indefinidos 13	Jornada parcial 14	De duración determinada 15	Miles de personas 16	1 T 12 17	
						Total 5	Agricultura 6	No agrícola										
								Total 7	Industria 8	Construcción 9								Servicios 10
03	M	2 097	47	2,3	-0,5	2,7	-8,2	3,1	-0,0	6,4	3,3	1 222	3,4	8,67	21,21	91,33	1 193	4,2
04	M	2 114	17	0,8	-5,0	1,7	2,7	1,6	-2,9	2,2	2,7	1 363	11,5	8,67	22,71	91,33	1 336	12,0
05	M	2 070	-44	-2,1	-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	1 391	4,1
05 E-S	M	2 065	-52	-2,5	-13,4	-0,9	10,2	-1,2	-1,9	-1,9	-1,0	1 403	3,4	9,12	22,63	90,88	1 365	2,4
06 E-S	M	2 048	-17	-0,8	-0,4	-0,9	12,2	-1,3	-3,3	-4,2	-0,3	1 518	8,2	10,79	22,78	89,21	1 462	7,1
05 Ago		2 019	-31	-1,5	-7,7	-0,7	17,9	-1,2	-1,4	-4,5	-0,5	1 298	15,4	7,09	21,77	92,91	1 271	14,4
Sep		2 013	-37	-1,8	-6,1	-1,2	23,5	-1,9	-2,0	-5,0	-1,3	1 618	9,6	8,58	24,53	91,42	1 612	11,6
Oct		2 053	-23	-1,1	-11,3	0,3	33,2	-0,6	-0,7	-3,3	-0,1	1 637	11,2	9,05	27,18	90,95	1 612	12,4
Nov		2 096	-26	-1,2	-10,1	0,0	29,0	-0,8	-0,5	-3,2	-0,5	1 569	8,5	9,10	25,24	90,90	1 502	6,2
Dic		2 103	-10	-0,5	-6,8	0,4	29,7	-0,5	-0,7	-3,0	0,1	1 330	8,7	8,16	23,95	91,84	1 295	9,5
06 Ene		2 172	-5	-0,2	4,9	-0,8	19,2	-1,4	-2,1	-6,2	-0,3	1 473	14,6	10,85	21,25	89,15	1 418	12,9
Feb		2 169	4	0,2	5,9	-0,5	25,6	-1,2	-1,9	-5,3	-0,3	1 367	11,1	11,75	21,83	88,25	1 313	11,7
Mar		2 149	4	0,2	6,5	-0,6	20,3	-1,2	-3,5	-7,9	0,6	1 556	19,0	11,33	22,42	88,67	1 495	19,8
Abr		2 076	-20	-1,0	2,5	-1,4	16,7	-1,9	-3,0	-6,5	-0,8	1 304	-1,4	11,17	22,60	88,83	1 269	-0,6
May		2 005	-3	-0,1	-1,6	0,0	9,3	-0,3	-3,5	-4,3	1,3	1 638	14,5	10,19	22,60	89,81	1 595	16,0
Jun		1 960	-15	-0,8	-4,3	-0,3	8,8	-0,6	-3,2	-2,3	0,3	1 656	5,7	9,21	22,94	90,79	1 591	2,0
Jul		1 955	-34	-1,7	-4,4	-1,4	6,3	-1,7	-3,8	-2,3	-1,0	1 671	6,4	10,07	24,30	89,93	1 595	5,4
Ago		1 984	-35	-1,8	-5,5	-1,3	4,5	-1,5	-4,3	-0,8	-0,9	1 323	1,9	10,58	22,17	89,42	1 252	-1,5
Sep		1 966	-47	-2,3	-7,2	-1,7	1,3	-1,8	-4,6	-1,4	-1,2	1 675	3,5	11,98	24,92	88,02	1 629	1,0

PARO REGISTRADO
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

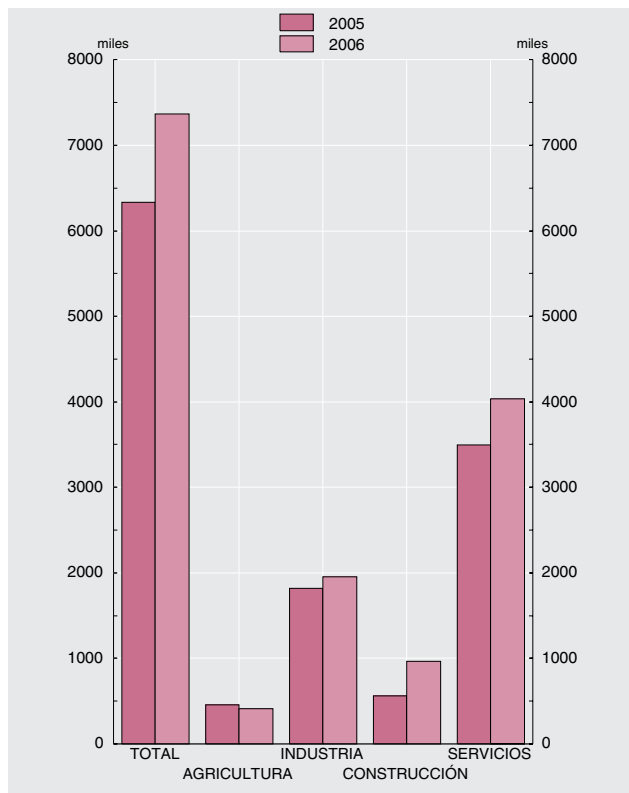
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

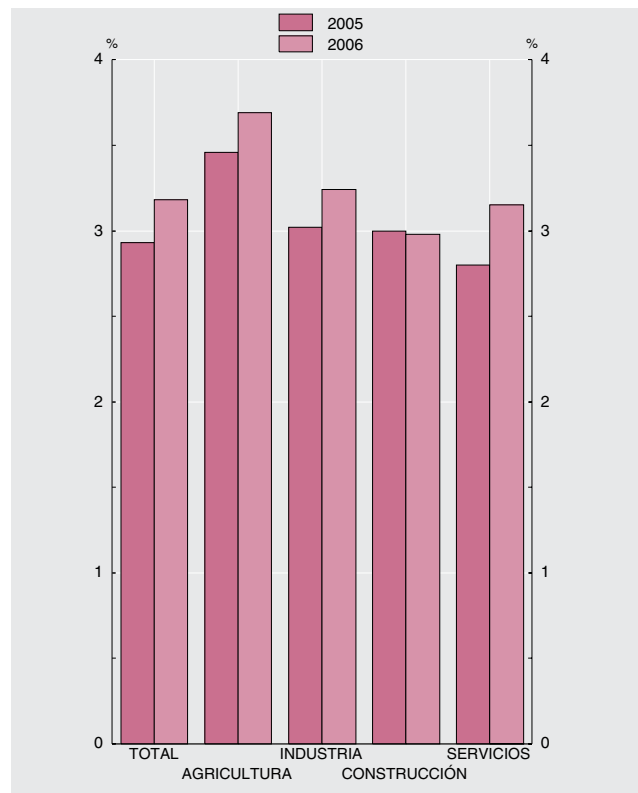
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Miles de trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
			Por re- visados	Por firmados	Total	Variación inter- anual	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
03	9 995	3,68	5 482	2 665	8 147	339	711	2 421	848	4 166	3,49	3,53	3,50	3,59	3,21	4,75	3,41
04	10 194	3,60	5 207	2 594	7 801	-347	629	2 351	1 046	3 774	2,93	3,04	2,96	3,53	2,96	3,43	2,75
05	10 235	4,01	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
05 Mar	9 472	4,03	4 581	181	4 762	651	410	1 565	283	2 503	2,82	3,63	2,85	3,38	2,95	3,00	2,69
Abr	9 800	4,01	4 805	189	4 994	488	410	1 650	309	2 625	2,85	3,61	2,88	3,38	3,00	3,05	2,70
May	9 952	4,00	4 919	633	5 553	813	454	1 719	523	2 856	2,87	3,37	2,92	3,46	3,02	2,95	2,78
Jun	9 996	4,00	4 989	650	5 639	580	454	1 729	523	2 932	2,86	3,36	2,92	3,46	3,01	2,95	2,77
Jul	10 005	4,00	5 178	740	5 918	325	456	1 773	532	3 157	2,85	3,32	2,90	3,46	3,02	2,95	2,75
Ago	10 005	4,00	5 324	1 010	6 334	361	456	1 817	562	3 499	2,87	3,27	2,93	3,46	3,02	3,00	2,80
Sep	10 122	4,00	5 324	1 382	6 706	-42	456	2 104	562	3 584	2,87	3,09	2,91	3,46	2,96	3,00	2,80
Oct	10 235	4,01	5 457	1 862	7 319	303	491	2 207	742	3 879	2,86	3,08	2,92	3,44	2,97	2,92	2,82
Nov	10 235	4,01	5 539	2 384	7 923	457	491	2 345	969	4 117	2,86	3,14	2,95	3,44	2,98	2,92	2,88
Dic	10 235	4,01	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
06 Ene	6 938	3,15	3 708	1	3 709	440	336	1 057	483	1 833	2,79	2,62	2,79	3,55	2,65	2,85	2,71
Feb	6 958	3,15	4 774	57	4 832	840	361	1 593	495	2 383	3,04	3,16	3,04	3,59	3,21	2,91	2,88
Mar	7 010	3,15	5 158	69	5 227	465	402	1 653	501	2 672	3,07	3,22	3,07	3,68	3,21	2,92	2,93
Abr	7 238	3,16	5 792	580	6 372	1 378	405	1 753	921	3 293	3,11	3,00	3,10	3,68	3,22	2,90	3,02
May	7 353	3,18	5 792	626	6 418	865	406	1 759	930	3 323	3,11	2,98	3,10	3,68	3,23	2,89	3,02
Jun	7 361	3,18	6 296	751	7 047	1 407	406	1 853	948	3 840	3,16	3,01	3,15	3,68	3,21	2,93	3,11
Jul	7 363	3,18	6 305	1 019	7 325	1 406	408	1 942	969	4 006	3,16	3,24	3,18	3,68	3,23	2,98	3,14
Ago	7 363	3,18	6 309	1 058	7 367	1 033	411	1 952	969	4 035	3,16	3,27	3,18	3,69	3,24	2,98	3,15

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-agosto



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-agosto



FUENTE: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales (Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual).
a. Datos acumulados.

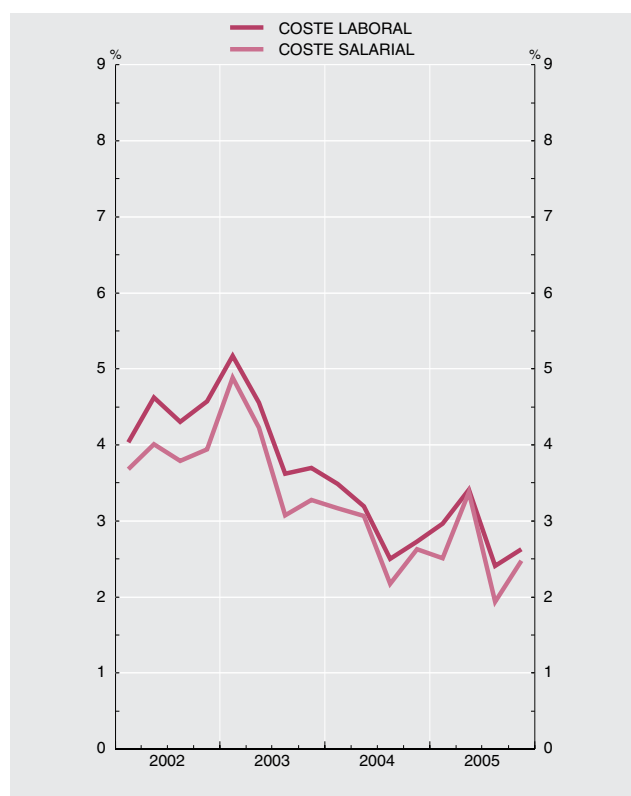
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

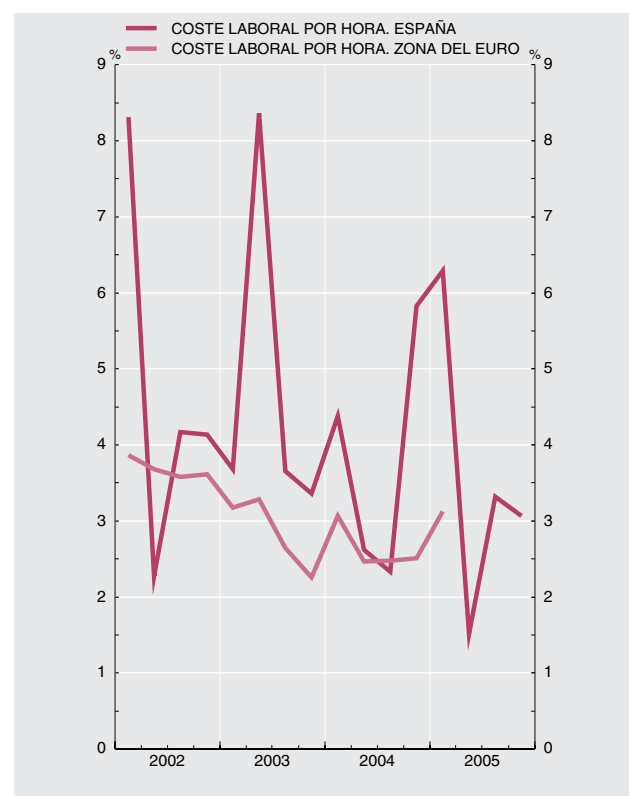
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: zona del euro. Coste laboral por hora (a)
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
03	M	4,2	4,7	6,3	3,8	4,7	3,8	4,4	5,0	3,5	4,3	5,4	2,8
04	M	3,0	3,4	5,2	2,6	3,8	2,8	3,3	4,2	2,5	3,6	3,6	2,6
05	M	2,9	3,1	2,8	3,1	3,5	2,6	2,7	2,3	2,9	3,2	3,6	...
05 I-II	M	3,2	3,6	3,2	3,3	3,9	3,0	3,1	2,9	3,2	3,6	3,9	...
06 I-II	M	3,5	4,0	4,1	3,5	4,0	3,0	3,4	3,4	3,2	3,6	4,7	...
03 IV		3,7	3,9	6,3	3,3	3,4	3,3	3,7	5,1	3,0	3,0	5,0	2,3
04 I		3,5	4,3	6,0	2,9	4,4	3,2	4,0	5,2	2,7	4,1	4,4	3,1
II		3,2	2,7	5,5	3,2	2,6	3,1	2,9	4,1	3,2	2,5	3,5	2,5
III		2,5	3,2	5,5	1,9	2,3	2,2	3,3	4,6	1,6	2,0	3,4	2,5
IV		2,7	3,4	4,0	2,4	5,8	2,6	3,3	3,1	2,5	5,7	3,0	2,5
05 I		3,0	3,6	3,2	2,9	6,3	2,5	3,2	2,4	2,5	5,8	4,2	3,1
II		3,4	3,7	3,3	3,6	1,5	3,4	3,1	3,3	3,8	1,5	3,5	...
III		2,4	2,1	2,2	2,9	3,3	1,9	1,5	1,3	2,6	2,8	3,7	...
IV		2,6	3,2	2,6	2,8	3,1	2,5	3,0	2,0	2,8	2,9	3,1	...
06 I		3,4	4,5	4,3	3,2	0,3	3,0	3,8	3,8	3,0	-	4,4	...
II		3,5	3,5	3,9	3,8	7,6	3,1	3,1	3,1	3,4	7,1	4,9	...

POR TRABAJADOR Y MES
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta trimestral de Coste Laboral) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación y sanidad.

4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

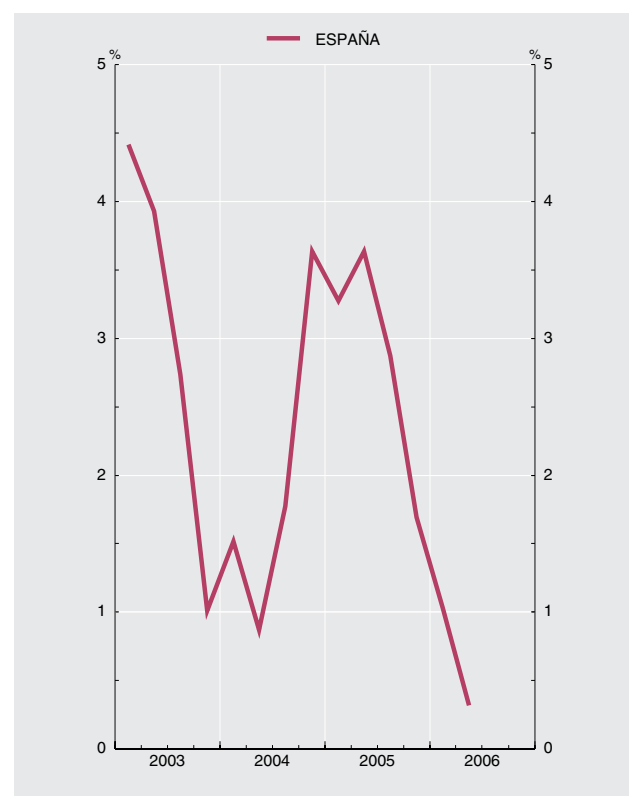
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios Total economía		Remuneración por asalariado		Productividad						Pro memoria: costes laborales unitarios manufacturas	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro
								España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
03	P	3,0	1,7	3,6	2,0	0,6	0,3	3,0	0,8	2,4	0,4	3,0	...
04	P	2,5	1,1	3,1	2,1	0,6	1,0	3,2	1,7	2,6	0,6	1,9	...
05	P	2,2	0,9	2,6	1,6	0,4	0,7	3,5	1,5	3,1	0,7	2,9	...
03 /// IV	P	2,8	2,1	3,3	2,2	0,5	0,1	3,1	0,6	2,6	0,4	2,7	...
	P	3,1	1,4	3,3	1,7	0,2	0,3	3,0	1,0	2,8	0,6	1,0	...
04 / // /// IV	P	2,5	1,5	2,8	2,4	0,3	0,9	3,2	1,6	2,8	0,5	1,5	...
	P	2,5	1,1	3,3	2,4	0,8	1,3	3,2	2,0	2,4	0,6	0,9	...
	P	2,6	0,6	3,3	1,6	0,7	1,0	3,3	1,7	2,5	0,6	1,8	...
	P	2,3	1,2	2,8	2,0	0,5	0,7	3,4	1,5	2,8	0,7	3,6	...
05 / // /// IV	P	2,4	1,1	2,8	1,5	0,5	0,3	3,4	1,2	2,9	0,8	3,3	...
	P	2,3	0,9	2,7	1,4	0,4	0,5	3,5	1,3	3,1	0,8	3,6	...
	P	1,9	0,5	2,2	1,5	0,3	0,9	3,6	1,7	3,3	0,7	2,9	...
	P	2,3	0,9	2,7	1,9	0,4	1,0	3,6	1,8	3,2	0,7	1,7	...
06 / //	P	2,4	0,8	2,9	1,9	0,4	1,1	3,6	2,2	3,2	0,9	1,0	...
	P	2,6	0,6	3,2	2,1	0,6	1,4	3,7	2,7	3,1	...	0,3	...

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España.base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

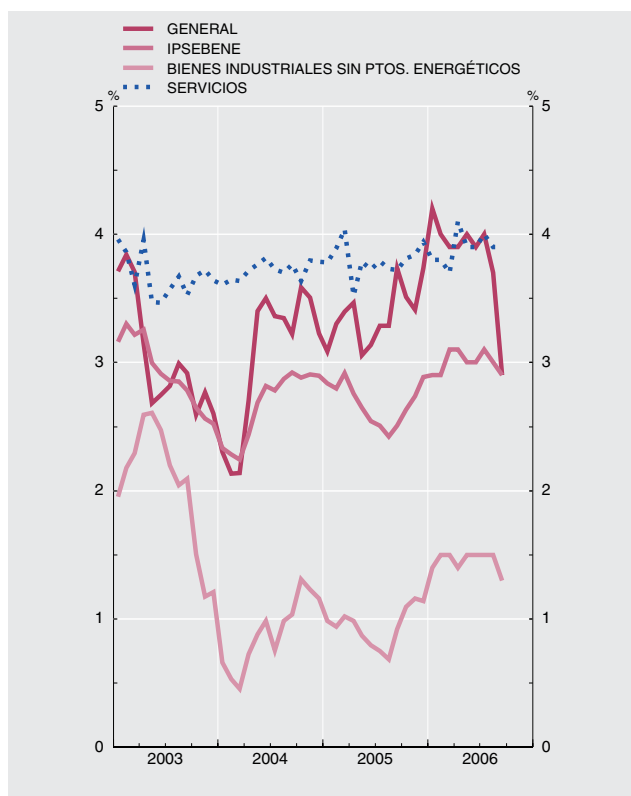
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2001 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

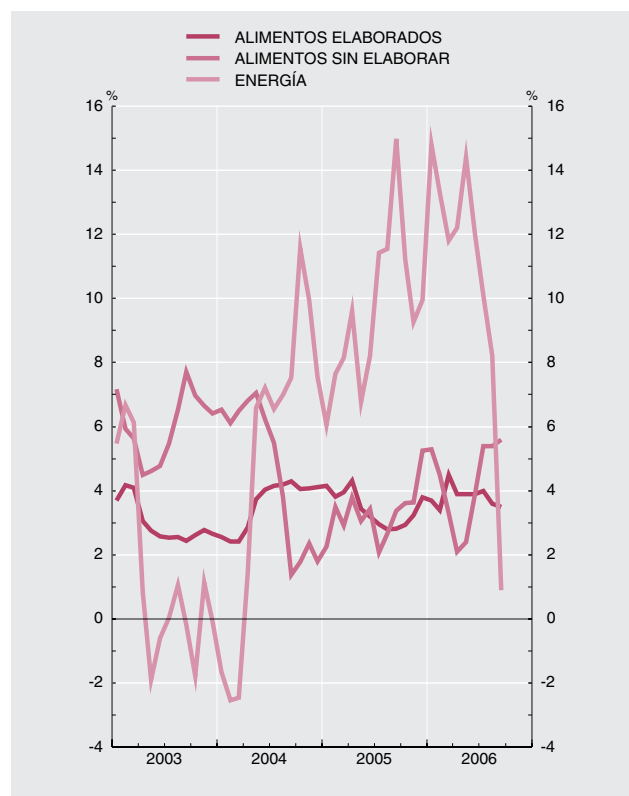
Índices y tasas de variación interanual

Índice general (100%)					Tasa de variación interanual (T_{12}^1)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)		
	Serie original	m 1 (b)	1 T 12 (c)	s/ T dic (d)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos (e)	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	1 T 12	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
03	M	106,7	—	3,0	2,6	6,0	3,0	2,0	1,4	3,7	2,9	105,8	5,5
04	M	109,9	—	3,0	3,2	4,6	3,6	0,9	4,9	3,7	2,7	106,8	0,9
05	M	113,6	—	3,4	3,7	3,3	3,4	0,9	9,6	3,8	2,7	109,9	2,9
05 E-S	M	113,0	0,3	3,3	1,1	3,0	3,5	0,9	9,4	3,8	2,7	112,9	4,2
06 E-S	M	117,3	0,2	3,8	1,2	4,2	3,8	1,5	10,9	3,9	3,0	...	...
05 Jun		114,0	0,2	3,1	2,1	3,4	3,2	0,8	8,2	3,7	2,5	106,9	-11,9
Jul		113,3	-0,6	3,3	1,5	2,1	3,0	0,7	11,4	3,8	2,5	102,9	-5,1
Ago		113,8	0,4	3,3	1,9	2,7	2,8	0,7	11,5	3,7	2,4	102,3	9,2
Sep		114,5	0,6	3,7	2,5	3,4	2,8	0,9	15,0	3,7	2,5	99,5	6,7
Oct		115,4	0,8	3,5	3,4	3,6	2,9	1,1	11,2	3,8	2,6	99,6	-0,8
Nov		115,6	0,2	3,4	3,5	3,6	3,2	1,2	9,3	3,8	2,7	106,9	2,0
Dic		115,9	0,2	3,7	3,7	5,2	3,8	1,1	9,9	3,9	2,9	113,6	2,1
06 Ene		115,4	-0,4	4,2	-0,4	5,3	3,7	1,4	14,8	3,8	2,9	119,9	4,0
Feb		115,5	-	4,0	-0,4	4,5	3,4	1,5	13,3	3,8	2,9	121,4	0,8
Mar		116,3	0,7	3,9	0,3	3,3	4,5	1,5	11,8	3,7	3,1	113,6	-10,2
Abr		117,9	1,4	3,9	1,8	2,1	3,9	1,4	12,2	4,1	3,1	112,8	-8,1
May		118,3	0,4	4,0	2,1	2,4	3,9	1,5	14,4	3,9	3,0	115,8	-3,6
Jun		118,5	0,2	3,9	2,3	3,9	3,9	1,5	12,0	3,9	3,0	113,3	6,0
Jul		117,8	-0,6	4,0	1,7	5,4	4,0	1,5	10,1	4,0	3,1	103,6	0,7
Ago		118,0	0,2	3,7	1,9	5,4	3,6	1,5	8,2	3,9	3,0	...	...
Sep		117,9	-0,2	2,9	1,7	5,6	3,5	1,3	0,9	3,9	2,9	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, MAPA y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. En enero de 2002 se produce una ruptura al comenzar la base 2001, que no tiene solución a través de los enlaces legales habituales. Por ello, para el año 2002, las tasas oficiales de variación no pueden obtenerse a partir de los índices. Las notas metodológicas detalladas pueden consultarse en la página del INE en la Red (www.ine.es)

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

d. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre. e. Serie oficial del INE desde enero de 2002.

5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

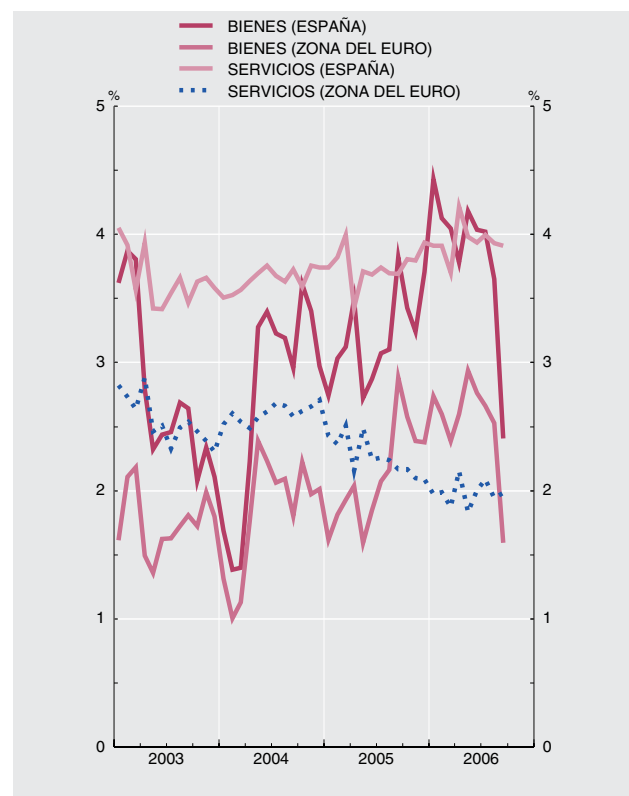
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes														Servicios	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
03	M	3,1	2,1	2,8	1,8	4,0	2,8	3,5	3,3	4,6	2,1	2,0	1,2	2,2	0,8	1,3	3,0	3,7	2,5
04	M	3,1	2,1	2,7	1,8	3,9	2,3	4,2	3,4	3,7	0,6	2,0	1,6	1,0	0,8	4,8	4,5	3,7	2,6
05	M	3,4	2,2	3,2	2,1	3,4	1,6	3,5	2,0	3,3	0,8	3,1	2,4	1,0	0,3	9,7	10,1	3,8	2,3
05 E-S	M	3,3	2,1	3,1	2,0	3,3	1,4	3,4	1,9	3,2	0,7	3,0	2,3	1,0	0,2	9,5	9,7	3,7	2,3
06 E-S	MP	3,9	2,3	3,8	2,5	4,0	2,2	4,2	2,1	3,7	2,3	3,8	2,7	1,5	0,6	10,7	9,9	3,9	2,0
05	Jun	3,2	2,1	2,9	1,8	3,2	1,1	3,1	1,5	3,4	0,5	2,6	2,2	0,9	0,2	8,3	9,4	3,7	2,2
	Jul	3,3	2,2	3,1	2,1	2,7	1,1	2,9	1,6	2,4	0,3	3,4	2,6	0,8	-	11,5	11,7	3,7	2,3
	Ago	3,3	2,2	3,1	2,2	2,7	1,4	2,8	1,7	2,7	1,0	3,4	2,5	0,8	-	11,6	11,5	3,7	2,2
	Sep	3,8	2,6	3,8	2,9	3,0	1,8	2,9	2,3	3,1	1,0	4,4	3,4	1,0	0,2	15,1	15,0	3,7	2,2
	Oct	3,5	2,5	3,4	2,6	3,2	1,9	3,0	2,4	3,3	1,1	3,6	2,9	1,2	0,3	11,3	12,1	3,8	2,2
	Nov	3,4	2,3	3,2	2,4	3,4	2,2	3,5	2,6	3,2	1,5	3,1	2,5	1,2	0,4	9,3	10,0	3,8	2,1
	Dic	3,7	2,2	3,7	2,4	4,3	1,7	4,2	1,8	4,4	1,5	3,3	2,7	1,2	0,4	10,0	11,2	3,9	2,1
06	Ene	4,2	2,4	4,4	2,7	4,3	1,9	4,1	1,9	4,4	2,0	4,6	3,1	1,4	0,2	14,8	13,6	3,9	2,0
	Feb	4,1	2,3	4,1	2,6	3,8	1,8	3,7	1,9	3,9	1,7	4,4	3,0	1,5	0,3	13,4	12,5	3,9	2,0
	Mar	3,9	2,2	4,0	2,4	4,1	1,6	5,1	2,3	3,1	0,6	4,0	2,8	1,6	0,6	11,8	10,5	3,7	1,9
	Abr	3,9	2,5	3,8	2,6	3,4	1,8	4,4	2,2	2,3	1,2	4,1	3,0	1,5	0,7	12,2	11,0	4,2	2,2
	May	4,1	2,5	4,2	2,9	3,5	2,0	4,3	2,2	2,6	1,5	4,6	3,4	1,6	0,7	14,3	12,9	4,0	1,8
	Jun	4,0	2,5	4,0	2,8	3,9	2,2	4,3	2,2	3,6	2,1	4,1	3,1	1,6	0,7	12,0	11,0	3,9	2,0
	Jul	4,0	2,4	4,0	2,7	4,5	2,7	4,5	2,3	4,5	3,2	3,7	2,7	1,6	0,6	10,0	9,5	4,0	2,1
	Ago	3,8	2,3	3,7	2,5	4,2	2,9	4,0	2,2	4,5	3,9	3,3	2,4	1,7	0,6	8,2	8,1	3,9	1,9
	Sep	2,9	1,7	2,4	1,6	4,2	2,9	3,8	1,8	4,7	4,6	1,2	1,0	1,5	0,8	0,9	1,5	3,9	2,0

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Se ha completado el cumplimiento del Reglamento sobre el tratamiento de las reducciones de precios con la inclusión de los precios rebajados en los IAPC de Italia y España. En el IAPC de España se ha incorporado una nueva cesta de la compra desde enero de 2001. De acuerdo con los Reglamentos al respecto, se han revisado las series correspondientes al año 2001. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red (www.europa.eu.int)

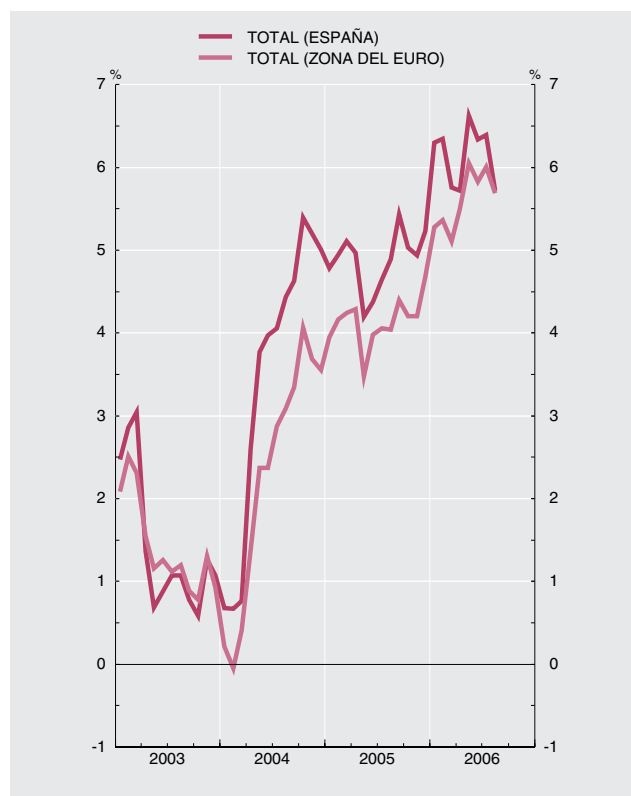
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

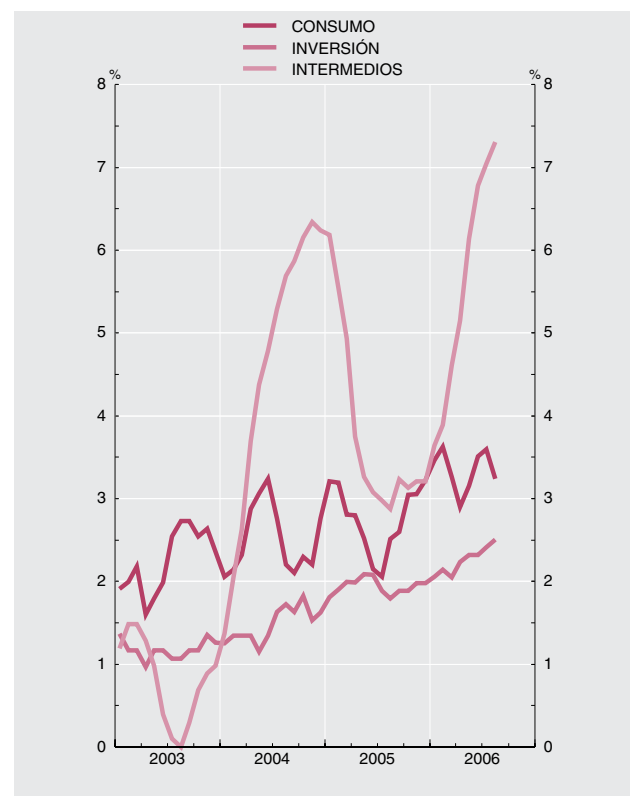
Tasas de variación interanual

		General (100%)			Consumo (32,1%)		Inversión (18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
03	MP	103,9	—	1,4	—	2,3	—	1,2	—	0,8	—	1,3	1,4	1,1	0,3	0,8	3,8
04	MP	107,4	—	3,4	—	2,5	—	1,5	—	4,5	—	5,3	2,3	1,3	0,7	3,5	3,9
05	MP	112,7	—	4,9	—	2,8	—	1,9	—	3,8	—	14,0	4,1	1,1	1,3	2,9	13,4
05 E-A	MP	111,6	—	4,7	—	2,7	—	1,9	—	4,1	—	13,0	4,0	1,0	1,5	3,5	12,1
06 E-A	MP	118,5	—	6,1	—	3,3	—	2,3	—	5,6	—	16,0	5,6	1,7	1,2	4,1	17,1
05 May	P	111,8	-0,1	4,2	0,1	2,5	0,1	2,1	0,1	3,3	-0,8	11,0	3,5	0,9	1,5	3,0	9,7
Jun	P	112,1	0,3	4,4	-0,1	2,2	0,2	2,1	-0,2	3,1	1,9	13,5	4,0	0,8	1,4	2,6	13,4
Jul	P	112,7	0,5	4,6	0,1	2,1	-	1,9	0,1	3,0	2,7	15,7	4,1	0,7	1,2	1,9	15,1
Ago	P	113,6	0,8	4,9	0,3	2,5	-	1,8	0,2	2,9	3,3	16,4	4,0	0,9	1,1	1,7	15,2
Sep	P	114,5	0,8	5,4	0,2	2,6	0,1	1,9	0,7	3,2	2,5	17,9	4,4	1,1	1,2	1,6	16,6
Oct	P	114,9	0,3	5,0	0,3	3,0	0,2	1,9	0,4	3,1	0,7	15,2	4,2	1,3	1,2	1,6	15,3
Nov	P	114,7	-0,2	4,9	-0,1	3,1	0,1	2,0	0,4	3,2	-1,3	14,7	4,2	1,4	1,0	1,8	14,7
Dic	P	114,7	-	5,2	0,4	3,2	0,1	2,0	-	3,2	-1,3	15,6	4,7	1,3	1,0	1,9	17,0
06 Ene	P	116,4	1,5	6,3	1,0	3,5	0,6	2,1	1,2	3,6	3,8	20,6	5,3	1,5	1,0	2,0	19,8
Feb	P	117,3	0,8	6,3	0,6	3,6	0,5	2,1	0,8	3,9	1,1	20,1	5,4	1,5	1,0	2,3	19,7
Mar	P	117,6	0,3	5,8	-	3,3	0,1	2,0	0,9	4,6	0,2	16,4	5,1	1,5	1,1	2,6	17,6
Abr	P	118,3	0,6	5,7	-	2,9	0,3	2,2	0,5	5,1	1,7	15,4	5,5	1,6	1,2	3,4	17,7
May	P	119,2	0,8	6,6	0,3	3,2	0,2	2,3	1,0	6,1	1,3	17,8	6,1	1,7	1,1	4,6	18,7
Jun	P	119,2	-	6,3	0,3	3,5	0,2	2,3	0,4	6,8	-0,8	14,6	5,8	1,8	1,3	5,3	16,0
Jul	P	119,9	0,6	6,4	0,2	3,6	0,1	2,4	0,3	7,0	2,0	13,9	6,0	2,0	1,5	6,2	14,9
Ago	P	120,1	0,2	5,7	-0,1	3,2	0,1	2,5	0,4	7,3	-0,1	10,2	5,7	1,9	1,6	6,5	12,7

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. España: base 2000 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

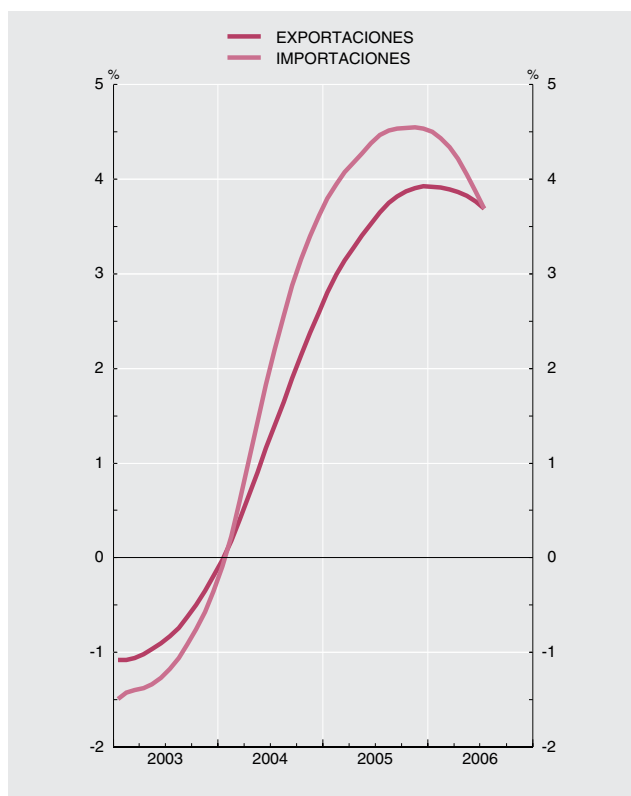
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

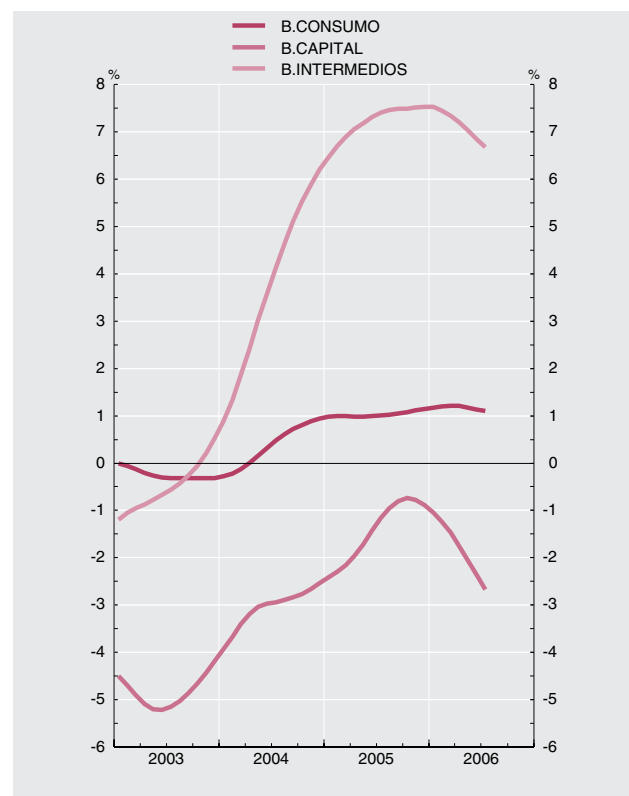
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones						
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
03	■	-1,5	0,0	-9,6	-1,2	-1,7	-1,1	-1,3	-0,1	-7,3	-0,7	0,7	-1,1
04		1,0	-0,0	-0,6	2,1	12,3	1,6	2,4	0,5	-2,0	4,5	11,2	3,3
05		4,7	1,9	6,3	6,6	34,1	5,0	5,1	1,1	1,0	8,1	26,2	3,5
05 E-J		4,3	1,6	4,6	6,4	35,6	5,0	5,0	1,3	-2,3	8,5	26,5	4,5
06 E-J		4,8	3,3	4,6	6,1	23,7	5,1	4,9	0,7	-1,4	8,4	30,6	2,4
05 Feb		5,4	4,2	6,9	6,1	40,8	4,6	5,4	1,0	-1,9	9,3	23,2	6,5
Mar		4,8	4,4	2,8	5,4	25,1	4,4	5,3	2,6	-7,6	9,7	27,8	5,6
Abr		2,7	-1,2	1,0	6,2	36,6	4,7	4,6	0,9	-7,5	9,1	32,8	4,2
May		3,3	-1,1	7,5	6,2	38,5	4,6	0,9	-3,2	-6,5	4,7	20,0	1,6
Jun		3,2	-0,3	-0,9	7,0	41,0	5,2	5,3	3,6	-1,3	7,7	26,3	3,5
Jul		5,7	2,2	15,6	6,3	32,7	4,9	8,2	0,6	10,4	11,7	38,6	5,1
Ago		6,1	3,9	3,8	8,2	48,4	5,1	6,1	-0,2	-0,4	11,0	26,8	4,5
Sep		5,4	0,6	11,5	8,4	33,8	6,9	4,3	-0,6	4,2	7,0	29,5	0,7
Oct		4,2	1,2	8,2	6,0	24,0	4,8	4,8	0,8	14,0	5,3	16,2	1,8
Nov		4,3	2,7	8,3	4,6	26,1	3,2	3,8	3,3	-0,8	5,6	22,5	0,8
Dic		6,2	3,6	11,8	6,5	27,2	5,3	7,1	0,9	10,2	8,9	33,5	3,2
06 Ene		4,2	1,6	9,4	5,8	24,8	4,7	5,6	-6,5	-5,1	15,2	44,0	7,3
Feb		3,3	0,7	4,7	5,1	29,3	3,5	6,6	2,5	3,2	9,2	36,9	1,9
Mar		5,0	2,1	0,6	8,1	33,2	6,7	6,0	2,7	7,5	7,2	27,2	1,9
Abr		4,8	1,9	6,8	6,6	25,0	5,4	7,4	3,2	-4,2	11,7	30,5	5,8
May		4,5	5,0	1,0	4,9	16,0	4,3	6,1	4,2	-0,6	8,2	35,1	1,0
Jun		5,3	3,3	10,3	5,6	15,3	5,5	1,7	-1,5	-3,2	4,2	24,7	-0,3
Jul		6,1	8,2	-0,3	6,2	22,4	5,5	1,1	0,5	-7,3	3,1	16,3	-0,5

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

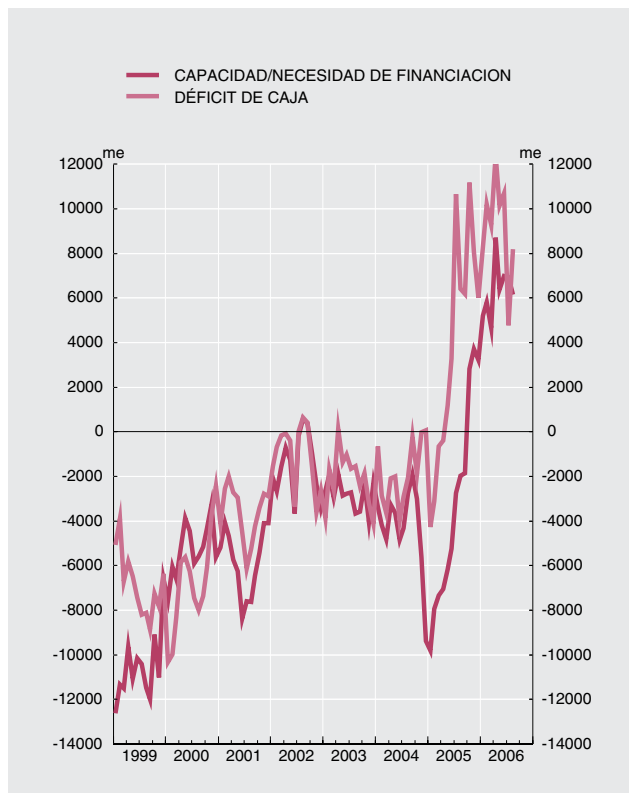
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

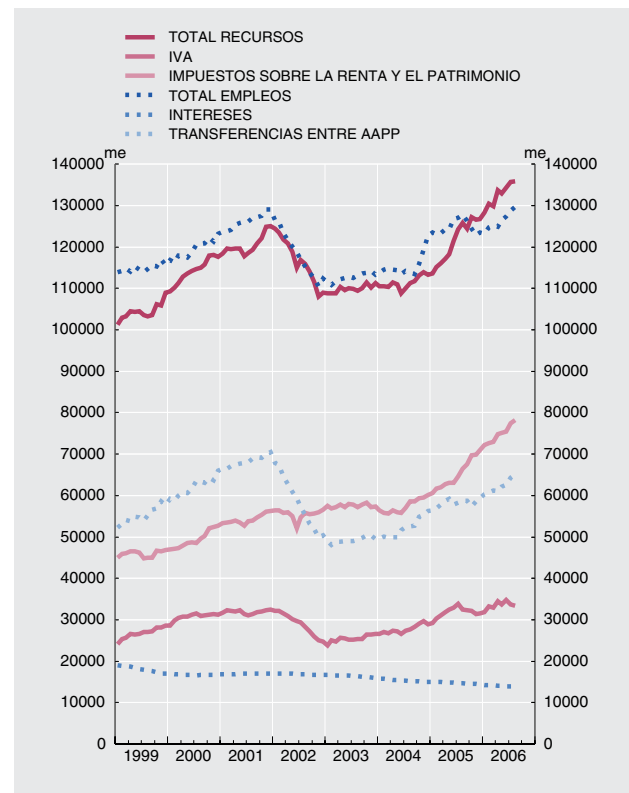
Millones de euros

		Capaci- dad (+) o necesidad (-) de finan- ciación	Recursos corrientes y de capital					Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja			
			Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos sobre los produc- tos y sobre importa- ciones excepto IVA	Inter- ses y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos sobre la renta y el patrimo- nio	Resto	Total	Remu- nera- ción de asalari- ados	Inter- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Adminis- tra- ciones Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos liqui- dos	Pagos liqui- dos
		1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14 = 15-16	15	16
99		-6 585	109 009	28 574	16 408	5 877	46 886	11 264	115 594	17 363	16 959	57 721	3 034	20 517	-6 354	110 370	116 724
00		-5 627	117 598	31 262	17 171	5 316	52 671	11 178	123 225	15 806	16 809	65 992	3 633	20 985	-2 431	118 693	121 124
01		-4 104	124 992	32 433	17 838	7 022	56 312	11 387	129 096	16 067	17 030	70 539	3 297	22 163	-2 884	125 193	128 077
02		-3 428	108 942	24 701	11 431	5 414	56 616	10 780	112 370	16 978	16 666	50 348	3 244	25 134	-2 626	108 456	111 082
03	P	-2 274	111 319	26 539	10 918	5 029	57 415	11 418	113 350	17 670	15 900	49 406	2 695	27 679	-4 132	109 655	113 787
04	A	-9 390	113 330	28 950	10 991	4 714	60 059	8 616	122 720	15 619	15 053	56 347	7 419	28 282	59	114 793	114 734
05	A	3 231	126 811	31 542	11 069	4 661	70 987	8 552	123 580	16 466	14 343	59 404	3 539	29 828	6 022	128 777	122 755
05 E-A	A	7 669	81 936	21 874	7 200	2 129	43 476	7 257	74 267	10 020	9 663	36 459	1 194	16 931	2 408	83 046	80 637
06 E-A	A	10 578	90 959	23 789	7 226	2 847	50 722	6 375	80 381	10 746	9 226	42 096	1 234	17 079	4 578	88 879	84 301
05 Oct	A	11 907	21 828	5 697	1 070	257	13 883	921	9 921	1 234	1 197	5 746	161	1 583	10 622	21 550	10 927
Nov	A	-5 144	6 515	671	595	1 160	3 365	724	11 659	1 258	1 156	6 197	442	2 606	-3 012	6 127	9 140
Dic	A	-11 640	9 275	313	953	914	5 783	1 312	20 915	2 203	1 182	6 796	1 622	9 112	-5 187	9 006	14 194
06 Ene	A	2 024	9 612	-349	821	246	8 392	502	7 588	1 143	1 215	4 345	10	875	-4 557	10 255	14 812
Feb	A	8 833	18 865	13 536	922	214	3 456	737	10 032	1 232	1 053	5 059	83	2 605	8 720	18 115	9 395
Mar	A	-6 273	3 993	892	928	681	2 139	-647	10 266	1 510	1 174	5 324	367	1 891	-3 920	4 889	8 809
Abr	A	13 312	22 248	7 796	836	756	12 426	434	8 936	1 185	1 149	4 723	112	1 767	13 248	22 204	8 956
May	A	-7 527	2 705	14	797	184	687	1 023	10 232	1 427	1 162	5 461	196	1 986	-5 890	2 643	8 532
Jun	A	-7 811	5 077	476	1 097	247	510	2 747	12 888	2 195	1 132	5 327	235	3 999	-6 449	3 209	9 657
Jul	A	8 115	19 046	4 628	948	239	12 537	694	10 931	906	1 162	6 723	144	1 996	4 171	19 184	15 013
Ago	A	-95	9 413	-3 204	877	280	10 575	885	9 508	1 148	1 179	5 134	87	1 960	-746	8 380	9 127

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL
(Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

a. Excepto en las operaciones de swap de intereses, en las que se sigue el criterio del PDE. Es decir, el resultado neto de estas operaciones se considera intereses y no operaciones financieras (que es el criterio de la Contabilidad Nacional); por tanto, influyen en el cálculo de la capacidad o necesidad de financiación.

6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS (a). ESPAÑA

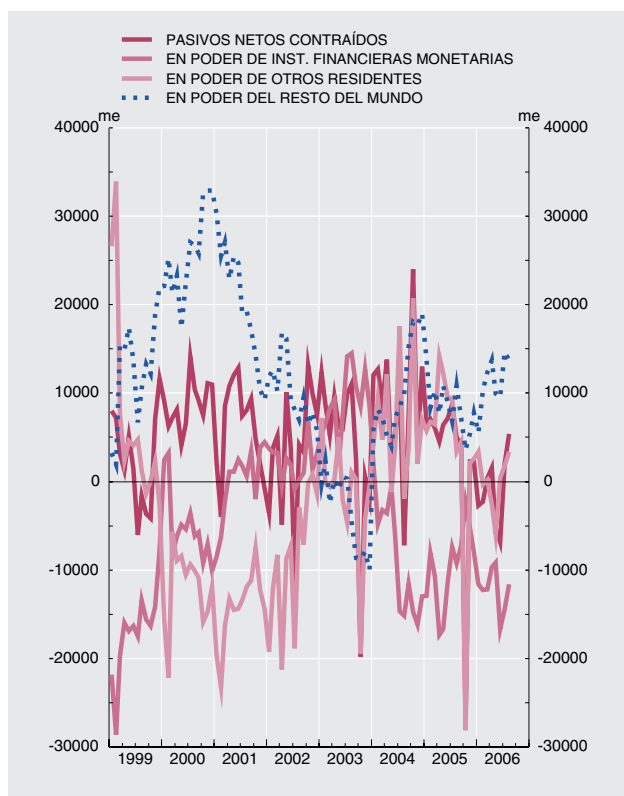
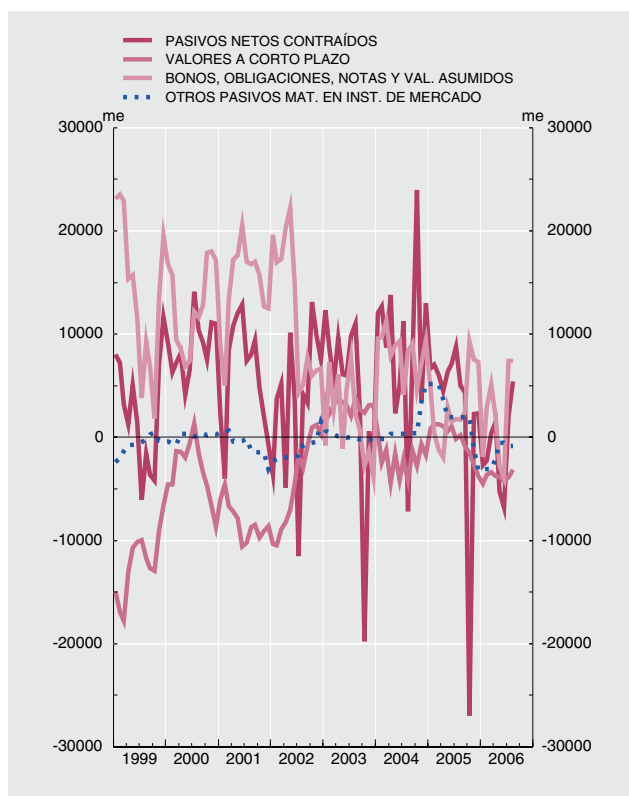
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- cia- ción	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contra- ción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendien- tes de pago)
					Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida			
		Del cual	En monedas distin- tas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo			Bonos, obliga- ciones, notas y valores asumidos	Crédi- tos del Banco de España	Otros pasivos materia- lizados en ins- trumen- tos de mercado (b)	Otras cuentas pendien- tes de pago	En poder de sectores residentes			Resto del mundo	
					Total	Total					Institu- ciones financie- rias moneta- rias	Otros sectores residen- tes			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
99	-6 585	5 015	4 574	11 600	209	-6 629	19 592	-499	-446	-418	-10 426	-7 734	-2 692	22 026	12 018
00	-5 627	5 368	5 690	10 995	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 767	-21 929	-10 117	-11 812	32 924	8 228
01	-4 104	-4 848	-20 141	-744	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 049	-9 950	4 424	-14 374	9 206	305
02	-3 428	4 115	-95	7 543	-888	346	6 655	-486	1 488	-459	1 754	3 148	-1 394	5 790	8 002
03	P -2 274	-4 221	0	-1 947	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-566	8 028	8 524	-496	-9 975	-1 381
04	A -9 390	3 633	0	13 023	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	577	-5 952	-12 978	7 026	18 975	12 446
05	A 3 231	5 541	0	2 310	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	2 471	-5 469	-8 026	2 557	7 779	-161
05 E-A	A 7 669	-810	0	-8 479	-1 645	-2 556	-3 565	-	-2 897	539	-10 706	-11 232	526	2 227	-9 018
06 E-A	A 10 578	5 186	-200	-5 392	1 189	-1 912	-3 438	-	-545	502	-13 536	-14 840	1 304	8 144	-5 894
05 Oct	A 11 907	-17 217	-0	-29 124	8	-2 257	-1 014	-	2	-25 856	-28 106	-1 062	-27 044	-1 018	-3 268
Nov	A -5 144	21 559	-0	26 703	9	1 786	3 704	-	-9	21 223	24 953	519	24 434	1 750	5 480
Dic	A -11 640	-6 596	1	5 044	-254	-2 568	2 189	-486	-227	6 137	2 854	-1 630	4 484	2 190	-1 092
06 Ene	A 2 024	-3 898	-1	-5 922	12	1 991	-11 363	-	-4	3 454	-8 032	-7 765	-267	2 110	-9 376
Feb	A 8 833	6 730	1	-2 103	4	-2 436	3 695	-	-1	-3 361	-4 803	-1 824	-2 979	2 700	1 258
Mar	A -6 273	-754	-1	5 519	7	2 009	3 669	-	-26	-133	4 019	1 384	2 635	1 500	5 652
Abr	A 13 312	12 912	3 250	-400	-166	-2 991	-1 170	-	-140	3 901	-1 873	-3 086	1 213	1 473	-4 301
May	A -7 527	-9 596	-3 250	-2 069	12	1 920	-589	-	-158	-3 242	-329	225	-554	-1 740	1 172
Jun	A -7 811	-6 897	-200	914	12	-2 790	2 591	-	45	1 067	1 314	-1 874	3 188	-400	-153
Jul	A 8 115	9 740	-0	1 625	1 298	1 976	-1 310	-	-288	1 247	-436	-1 084	648	2 061	378
Ago	A -95	-3 050	1	-2 955	11	-1 591	1 039	-	28	-2 431	-3 395	-815	-2 580	440	-524

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS
(Suma móvil 12 meses)

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA
(Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

a. Excepto en las operaciones de swap de intereses, en las que se sigue el criterio del PDE. Es decir, el resultado neto de estas operaciones se considera intereses y no operaciones financieras (que es el criterio de la Contabilidad Nacional); por tanto, influyen en el cálculo de la capacidad o necesidad de financiación.

b. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

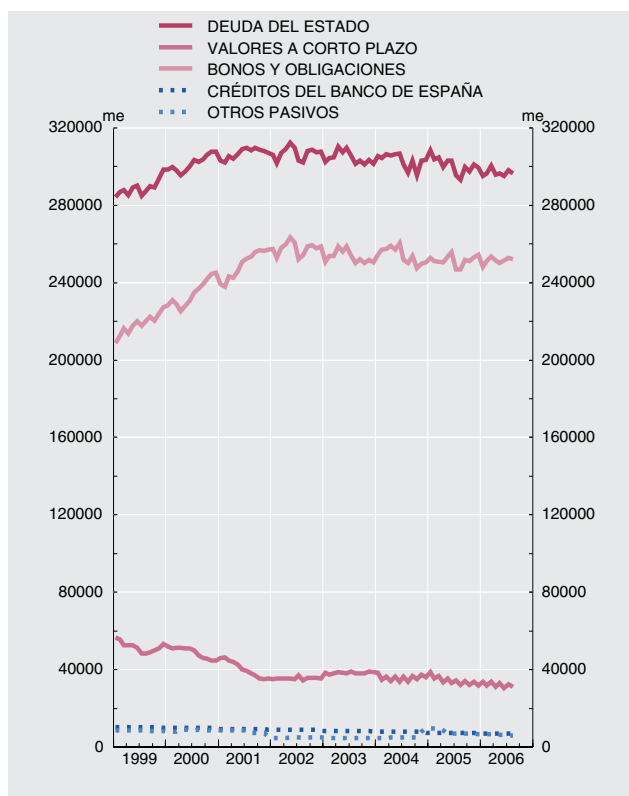
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

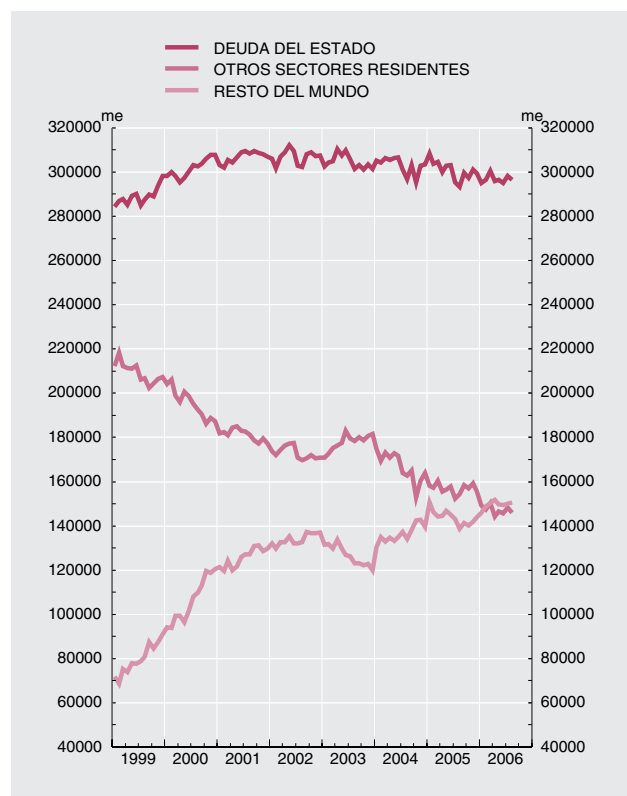
Millones de euros

Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)											Pro memoria:		
Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalos prestados (saldo vivo)	
		Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo				
						Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
95		232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059
96		263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185
97		274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251
98		284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412
99		298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310
00		307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430
01		306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460
02		307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819
03	P	301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821
04	A	303 540	3 267	35 996	250 410	7 388	9 746	182 967	19 127	163 840	139 700	300	7 186
05 Sep	A	299 801	2 458	33 917	251 670	7 388	6 827	181 490	23 060	158 430	141 371	300	6 360
Oct	A	297 383	2 416	31 976	251 195	7 388	6 824	179 852	22 782	157 070	140 313	300	6 348
Nov	A	301 223	2 401	33 752	253 268	7 388	6 816	182 537	23 352	159 185	142 039	300	7 102
Dic	A	299 444	2 154	31 614	254 341	6 902	6 588	178 398	22 944	155 454	143 990	300	6 020
06 Ene	A	295 182	2 114	33 602	248 100	6 902	6 579	171 045	21 942	149 103	146 079	299	5 898
Feb	A	296 377	2 156	31 656	251 237	6 902	6 582	169 034	21 481	147 554	148 823	300	731
Mar	A	300 488	2 097	33 670	253 363	6 902	6 553	172 365	22 195	150 170	150 317	300	5 902
Abr	A	295 942	1 926	31 064	251 568	6 902	6 408	166 165	21 836	144 329	151 612	3 550	5 768
May	A	296 368	1 920	32 988	250 229	6 902	6 250	168 353	21 836	146 517	149 851	300	5 739
Jun	A	295 155	1 696	30 589	251 370	6 902	6 294	167 585	21 854	145 731	149 424	100	5 743
Jul	A	298 238	1 683	32 469	252 861	6 902	6 006	170 287	22 111	148 176	150 061	100	5 675
Ago	A	296 377	1 648	31 175	252 267	6 902	6 034	168 294	22 412	145 883	150 495	100	5 658

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

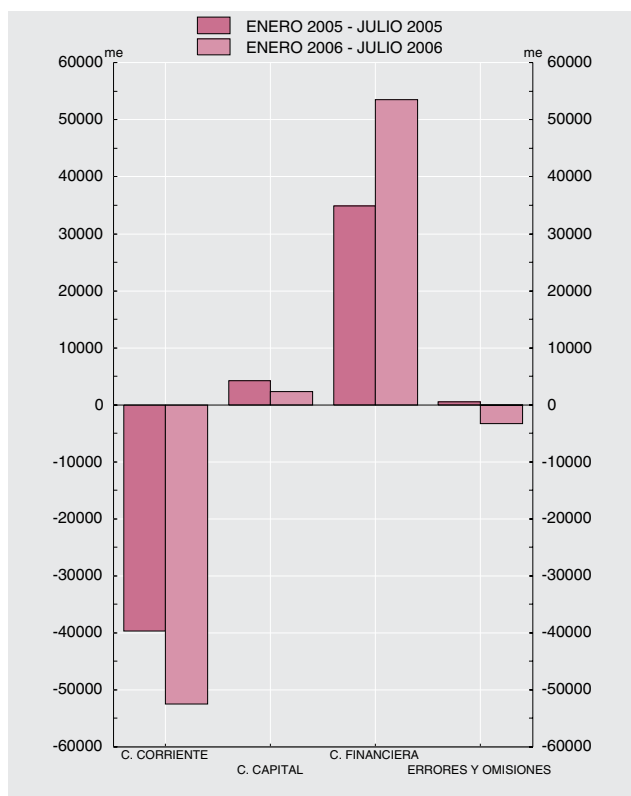
7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

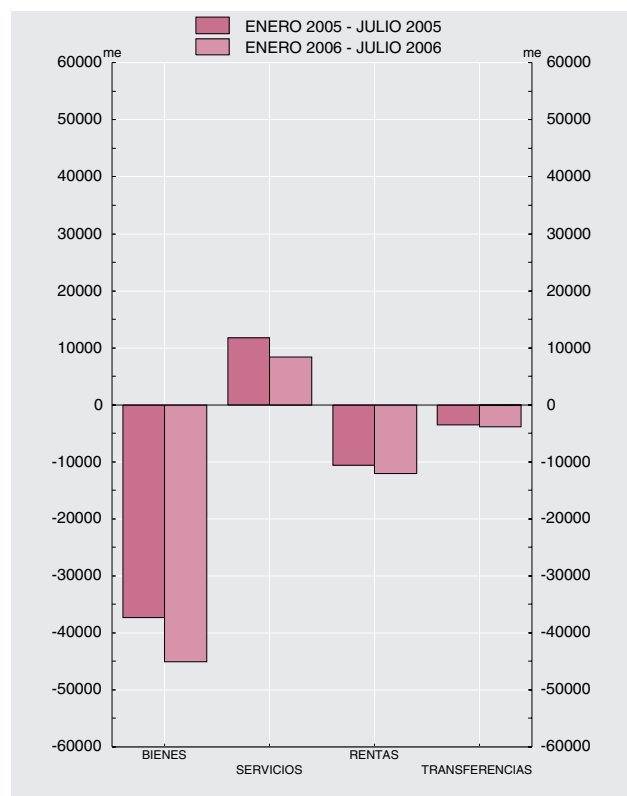
Millones de euros

Cuenta corriente (a)																				
Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas			Trans- feren- cias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes					
	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos						Pagos				
					Del cual		Del cual													
					Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes												
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)				
03	-27 476	-39 839	139 754	179 593	23 301	65 689	35 047	42 388	8 010	-10 396	24 061	34 456	-543	8 165	-19 311	17 826	1 486			
04	-44 164	-53 660	148 967	202 627	21 753	69 355	36 376	47 602	9 772	-12 139	27 299	39 439	-117	8 428	-35 736	34 851	885			
05	P -66 627	-68 969	156 375	225 344	22 635	75 410	38 495	52 776	12 125	-17 208	31 312	48 520	-3 084	7 972	-58 655	59 551	-897			
05 E-J	P -39 683	-37 350	90 686	128 035	11 752	41 177	20 204	29 424	6 495	-10 583	15 868	26 451	-3 502	4 276	-35 407	34 888	519			
06 E-J	P -52 505	-45 042	100 973	146 015	8 414	43 945	19 959	35 531	7 270	-12 007	20 490	32 497	-3 870	2 372	-50 132	53 472	-3 340			
05 Abr	P -5 437	-5 777	13 657	19 434	950	5 004	2 106	4 054	719	-455	3 292	3 748	-155	308	-5 128	5 238	-110			
May	P -5 398	-5 632	13 565	19 197	2 121	6 072	2 997	3 951	793	-1 697	2 166	3 863	-190	974	-4 424	4 223	201			
Jun	P -6 241	-5 833	13 824	19 657	1 972	6 501	3 228	4 528	1 159	-2 184	2 176	4 360	-196	1 383	-4 858	4 234	623			
Jul	P -4 602	-5 429	13 022	18 451	3 192	8 227	4 802	5 034	1 174	-2 015	2 418	4 433	-350	497	-4 106	3 737	369			
Ago	P -4 651	-6 522	10 090	16 612	3 614	8 174	5 096	4 560	1 302	-1 370	4 073	5 443	-372	726	-3 925	3 977	-52			
Sep	P -5 830	-6 222	13 772	19 995	2 981	7 769	4 767	4 787	1 172	-1 828	2 671	4 499	-761	460	-5 370	7 672	-2 301			
Oct	P -4 764	-5 931	13 448	19 379	2 563	7 120	4 017	4 557	1 163	-1 150	2 362	3 512	-246	279	-4 485	5 333	-848			
Nov	P -4 643	-6 491	14 860	21 350	1 364	5 984	2 709	4 620	1 050	-890	2 923	3 814	1 374	359	-4 283	3 735	549			
Dic	P -7 056	-6 454	13 519	19 973	360	5 187	1 701	4 827	942	-1 386	3 415	4 801	424	1 871	-5 185	3 947	1 238			
06 Ene	P -6 774	-5 916	12 923	18 839	123	5 147	2 111	5 023	1 109	-387	3 374	3 760	-595	330	-6 444	6 755	-311			
Feb	P -8 378	-5 759	14 202	19 961	193	5 087	2 003	4 894	939	-1 443	1 809	3 252	-1 369	320	-8 058	9 156	-1 098			
Mar	P -9 348	-7 107	15 658	22 765	773	6 180	2 418	5 407	1 087	-2 424	2 402	4 826	-590	121	-9 227	10 051	-824			
Abr	P -7 595	-6 207	13 335	19 542	961	5 380	2 258	4 419	759	-1 800	2 342	4 142	-549	208	-7 387	6 046	1 341			
May	P -5 707	-6 745	15 679	22 424	1 776	6 599	2 946	4 823	836	-404	4 398	4 802	-334	625	-5 082	5 838	-757			
Jun	P -6 797	-6 834	15 403	22 237	1 552	6 990	3 374	5 438	1 240	-1 849	3 122	4 970	334	220	-6 577	6 682	-105			
Jul	P -7 906	-6 475	13 773	20 248	3 036	8 562	4 850	5 526	1 301	-3 700	3 044	6 744	-767	548	-7 358	8 944	-1 586			

RESUMEN



DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

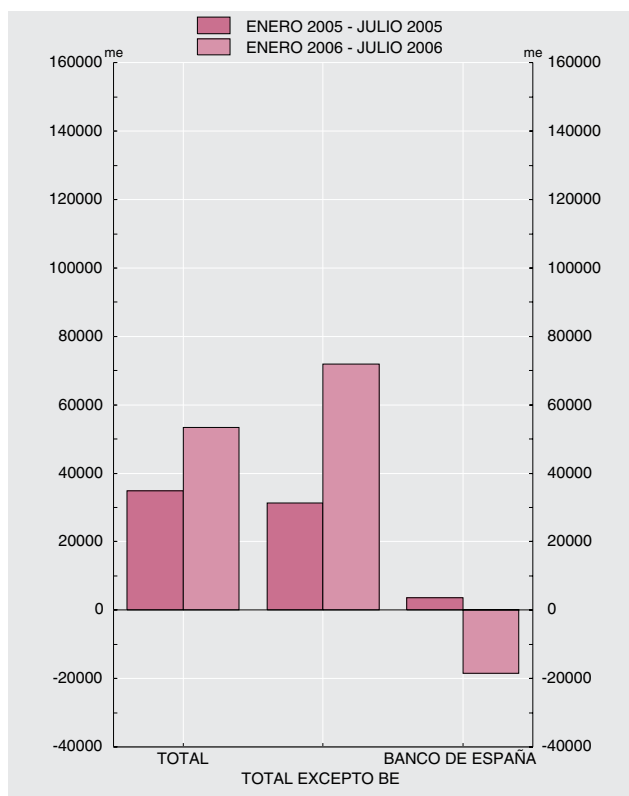
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

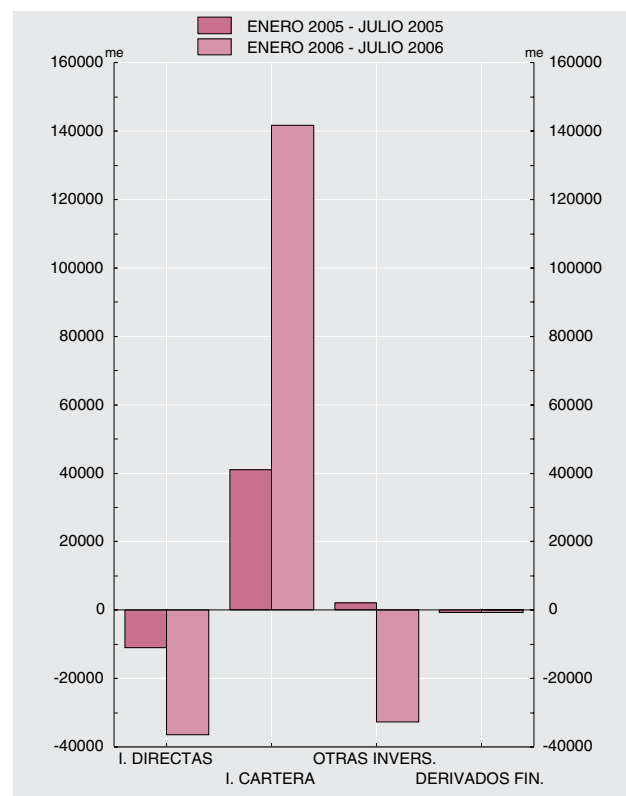
Millones de euros

	Cuenta financiera	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
		Total	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (VNP-VNA)	
			Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
																	(VNP-VNA)
	1=	2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+15+16	14	15	16	
03		17 826	16 251	-2 568	25 445	22 877	-26 592	65 634	39 042	48 845	15 876	64 722	-3 435	1 575	13 626	4 382	-16 433
04		34 851	48 861	-28 809	48 750	19 941	85 808	26 946	112 754	-8 212	28 419	20 207	74	-14 010	5 147	-13 760	-5 397
05	P	59 551	61 812	-12 693	31 177	18 484	57 890	78 714	136 605	16 599	46 258	62 857	16	-2 261	1 439	14 855	-18 555
05 E-J	P	34 888	31 295	-11 027	17 908	6 881	41 058	38 064	79 122	2 036	32 658	34 694	-772	3 593	1 816	16 000	-14 223
06 E-J	P	53 472	71 879	-36 517	44 545	8 028	141 797	-461	141 336	-32 699	39 487	6 788	-701	-18 407	240	-17 058	-1 590
05 Abr	P	5 238	6 024	-1 198	1 732	534	3 817	2 061	5 878	4 321	4 771	9 092	-915	-786	189	1 021	-1 996
May	P	4 223	-734	-334	1 339	1 005	8 593	1 123	9 715	-8 873	5 221	-3 652	-119	4 956	-39	6 595	-1 600
Jun	P	4 234	10 613	-4 291	3 291	-1 001	14 020	12 127	26 147	-445	2 853	2 408	1 330	-6 379	8	-4 430	-1 956
Jul	P	3 737	-851	110	1 185	1 295	-12 894	14 717	1 823	11 533	2 494	14 027	399	4 588	109	6 086	-1 606
Ago	P	3 977	492	304	625	929	-13 296	8 479	-4 817	13 995	-14 251	-257	-510	3 486	3	4 913	-1 431
Sep	P	7 672	18 950	-331	2 860	2 529	25 795	-1 808	23 988	-6 433	13 261	6 827	-82	-11 278	-100	-10 184	-994
Oct	P	5 333	6 522	987	1 252	2 239	3 078	6 285	9 363	1 562	6 572	8 134	896	-1 190	-71	-986	-133
Nov	P	3 735	-103	4 548	2 622	7 170	-8 569	23 580	15 011	3 088	6 465	9 553	830	3 838	-463	4 286	15
Dic	P	3 947	4 657	-7 173	5 908	-1 265	9 824	4 113	13 938	2 352	1 554	3 905	-346	-710	253	826	-1 789
06 Ene	P	6 755	17 245	-334	2 107	1 773	15 477	6 077	21 554	2 908	1 501	4 409	-806	-10 490	45	-9 761	-773
Feb	P	9 156	8 135	-24 546	26 092	1 546	19 632	5 407	25 039	12 695	12 877	25 572	355	1 021	-24	962	83
Mar	P	10 051	11 063	-2 366	2 154	-212	10 017	10 777	20 795	2 416	2 853	5 269	995	-1 012	-233	-952	173
Abr	P	6 046	9 239	-1 281	2 664	1 384	11 461	-2 192	9 270	-1 206	7 499	6 292	265	-3 193	440	-3 502	-131
May	P	5 838	3 857	-2 642	3 900	1 258	38 540	-16 995	21 545	-30 727	7 018	-23 709	-1 315	1 982	171	2 240	-429
Jun	P	6 682	10 967	-4 801	4 231	-570	26 465	-2 501	23 964	-11 080	2 677	-8 404	383	-4 285	-270	-4 148	134
Jul	P	8 944	11 374	-547	3 396	2 849	20 204	-1 035	19 169	-7 704	5 063	-2 642	-579	-2 430	113	-1 897	-646

CUENTA FINANCIERA
(VNP-VNA)



CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE
(VNP-VNA)



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

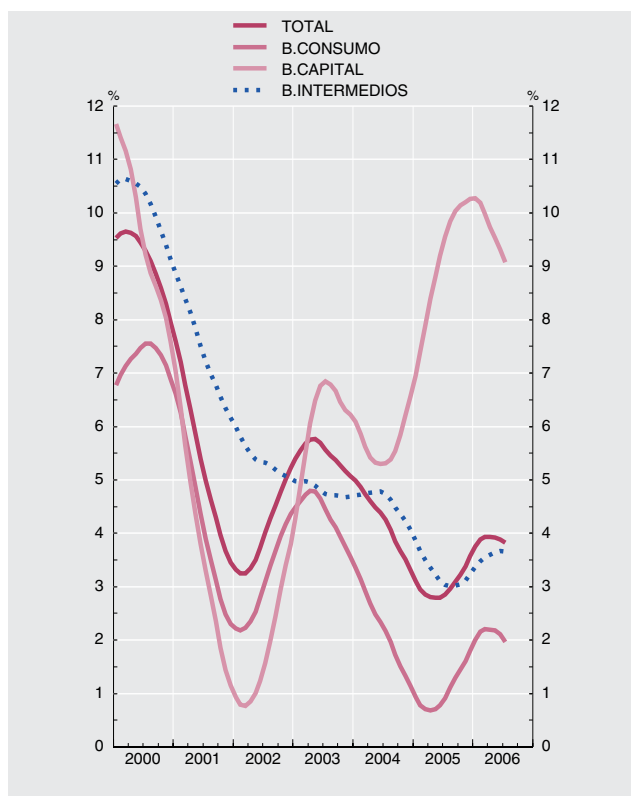
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)								
	Millones de euros	Nomin-al	Deflac-to (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25			OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países indus-triali-zados	
						Total	Energé-ticos	No energé-ticos	Total	Del cual:		Total	Del cual:				
										UE 15	Zona del euro		Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
01	129 771	4,5	4,2	3,7	-1,4	5,7	-22,8	7,5	6,3	6,0	5,1	4,5	-6,6	8,3	-6,1	-6,6	
02	133 268	2,7	3,7	3,9	-3,5	4,8	4,7	4,7	2,6	2,1	1,2	3,3	2,4	10,1	-19,8	5,7	
03	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,4	4,5	5,2	3,8	-1,7	-5,4	2,2	-23,4	
04	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	4,9	5,1	5,2	5,9	2,0	12,2	3,3	4,7	
05	141 077	-4,0	-8,2	-9,3	-6,3	-7,8	-16,9	-7,2	-6,5	-6,7	-6,9	-5,2	0,9	2,7	2,8	5,7	
05 Jun	13 581	3,8	0,5	-3,3	15,6	0,4	-3,5	0,6	-0,3	-1,1	-1,2	4,6	7,3	1,1	-0,8	3,2	
Jul	12 800	-0,6	-6,0	-8,0	-2,8	-5,0	-12,6	-4,6	-5,3	-5,9	-7,7	-3,0	4,4	11,6	-3,9	19,6	
Ago	9 920	11,6	5,2	6,1	22,1	2,2	-0,3	2,4	7,3	6,8	3,2	9,1	17,8	11,1	20,9	12,1	
Sep	13 516	11,7	5,9	6,1	16,1	4,2	-0,1	4,5	7,8	7,0	5,3	9,7	27,1	25,9	21,9	12,0	
Oct	13 216	1,6	-2,4	0,6	-11,2	-3,4	-4,1	-3,4	0,4	-0,1	-0,5	2,4	11,3	-14,7	-11,1	24,0	
Nov	14 593	5,9	1,5	-1,9	25,0	0,1	-1,8	0,2	-1,2	-1,4	-1,6	1,7	6,1	25,7	82,5	53,5	
Dic	13 291	7,6	1,3	-2,5	19,9	0,4	-12,1	1,1	5,1	5,3	3,9	6,1	-4,0	-33,0	62,9	13,3	
06 Ene	12 753	17,0	12,2	8,7	56,4	8,3	-1,6	8,9	7,6	7,3	5,0	13,1	52,6	6,6	102,4	4,0	
Feb	13 992	15,2	11,6	14,1	31,8	6,5	29,9	5,6	9,2	8,6	8,8	11,1	32,8	58,6	45,9	60,6	
Mar	15 450	19,9	14,2	15,3	37,4	9,6	12,2	9,5	12,0	11,7	10,5	16,3	46,0	20,5	63,5	41,8	
Abr	13 161	-1,8	-6,3	-10,1	0,3	-4,6	-4,5	-4,6	-5,7	-6,3	-6,9	-1,3	11,7	-35,5	26,2	27,3	
May	15 472	16,3	11,2	11,3	20,6	9,5	4,6	9,7	12,7	12,2	11,0	14,4	41,6	-2,0	103,0	36,0	
Jun	15 192	11,9	6,2	9,2	-14,3	9,0	-10,7	10,0	13,1	12,9	12,2	9,7	24,0	24,7	39,7	14,6	
Jul	13 597	6,2	0,1	-2,8	8,3	0,4	-13,8	1,1	7,2	6,6	9,1	6,5	15,6	-14,4	32,4	-9,0	

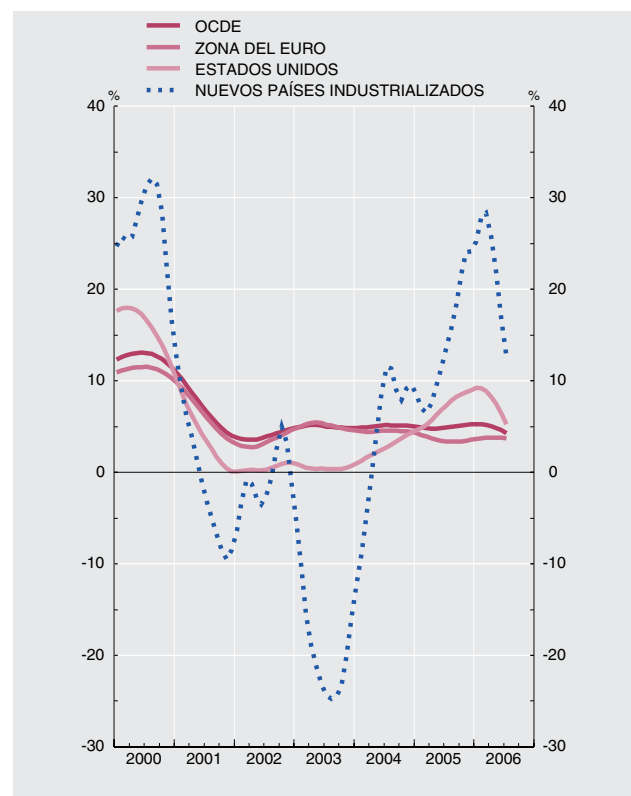
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

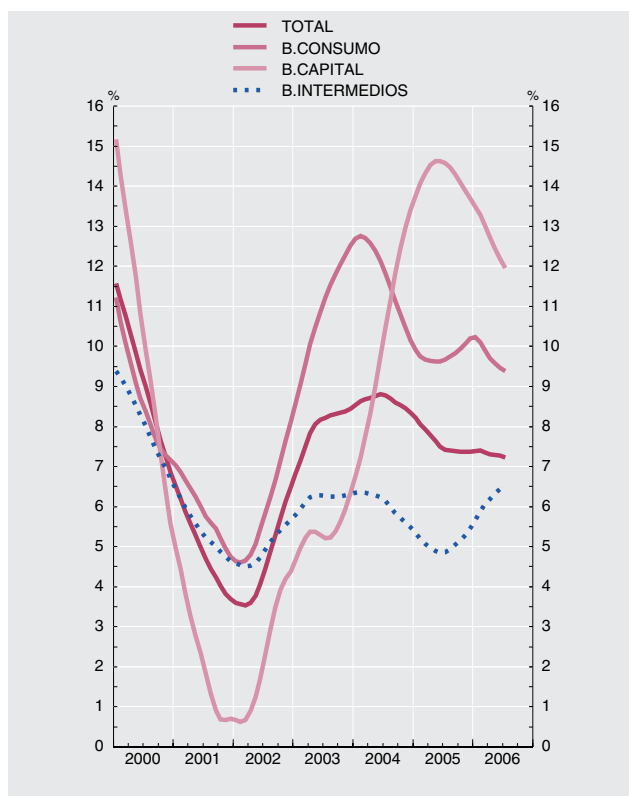
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nomin-al	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25			OCDE		OPEP	Otros países ameri-canos	Nuevos países indus-triali-zados	
						Total	Energé-ticos	No energé-ticos	Total	Del cual:		Del cual:					
										UE 15	Zona del euro	Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
01	173 210	2,2	3,4	6,4	-2,0	3,2	-1,0	4,3	3,5	3,0	3,8	2,6	-10,1	-8,1	3,7	-2,2	
02	175 268	1,2	4,3	5,0	-5,4	5,9	5,6	5,9	1,6	1,3	1,9	0,9	-8,5	-11,0	5,7	2,4	
03	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,9	5,4	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	1,1	
04	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,8	9,5	10,1	11,3	9,3	12,8	7,9	14,6	
05	212 047	1,7	-3,1	-1,3	6,3	-5,8	2,1	-7,8	-4,3	-4,5	-4,6	-3,8	-9,7	27,0	18,3	2,1	
05 Jun	20 152	8,5	3,0	3,5	29,8	-1,9	5,9	-3,5	3,5	3,2	4,4	5,8	18,8	28,3	9,1	6,8	
Jul	18 927	5,4	-2,6	4,4	-8,0	-4,8	-1,5	-5,6	-2,8	-3,3	-3,8	-1,3	7,7	25,8	12,9	17,8	
Ago	17 112	20,0	13,1	10,5	44,3	9,5	27,6	4,3	10,6	10,0	11,7	11,2	7,6	48,5	32,1	0,2	
Sep	20 622	12,1	7,6	9,0	17,0	5,1	9,4	4,1	6,5	6,0	6,7	6,8	-4,7	59,1	-15,4	22,3	
Oct	19 855	7,9	3,0	6,8	-4,0	2,4	17,2	-0,7	0,8	-0,6	-0,2	1,9	-8,5	30,5	45,1	13,4	
Nov	21 886	12,4	8,3	7,7	47,9	1,1	12,8	-1,4	3,6	2,9	3,0	3,3	-18,2	39,9	149,1	35,5	
Dic	20 472	10,4	3,1	11,5	-11,9	3,7	-4,9	5,9	6,0	4,8	2,8	5,7	5,9	43,7	49,7	-15,3	
06 Ene	19 337	19,5	13,1	40,4	20,8	-0,2	1,8	-0,8	13,8	13,2	13,8	13,3	18,2	44,3	50,1	49,5	
Feb	20 497	18,9	11,6	9,3	10,0	12,8	13,5	12,6	10,7	8,0	8,9	12,4	16,9	54,1	38,5	43,3	
Mar	23 477	21,5	14,7	14,4	2,8	17,3	13,2	18,4	14,7	12,5	13,4	16,7	39,8	47,3	57,0	26,6	
Abr	20 045	0,6	-6,4	-4,6	-12,6	-5,9	2,3	-7,7	-2,6	-3,6	-3,0	-4,2	-5,8	26,2	-13,9	5,9	
May	23 000	16,9	10,1	11,1	1,2	11,4	17,7	10,0	11,5	9,9	8,5	10,8	-20,0	36,2	55,5	47,1	
Jun	22 877	13,5	11,6	10,9	-2,8	14,9	4,7	17,2	11,4	10,5	11,6	8,4	-22,6	52,3	11,8	46,7	
Jul	20 774	9,8	8,5	3,4	12,3	10,3	4,8	11,6	7,7	7,4	8,0	7,5	37,8	30,3	4,8	21,7	

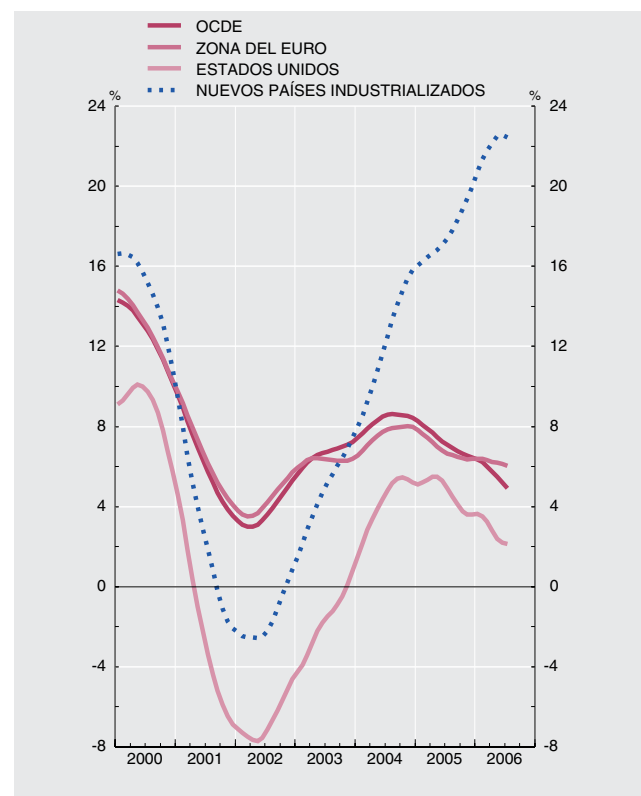
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR AREAS GEOGRAFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

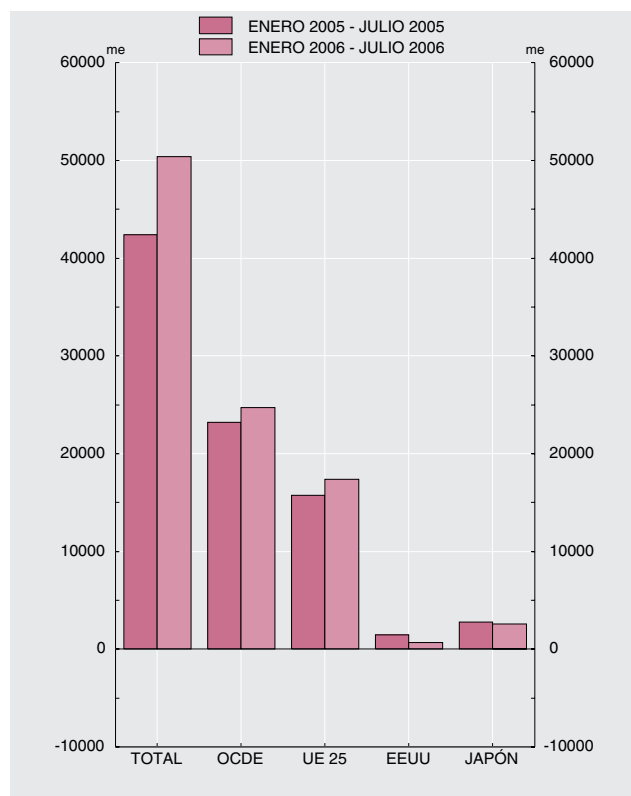
7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL

■ Serie representada gráficamente.

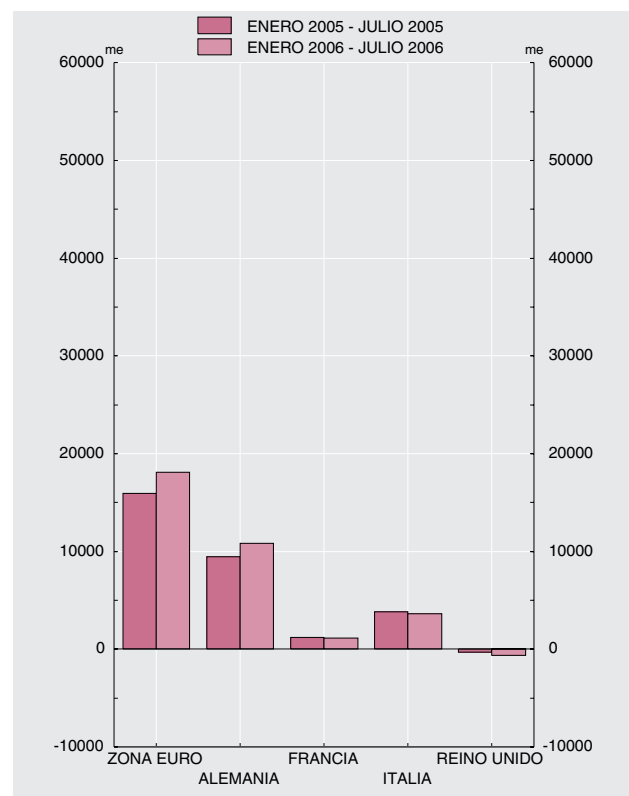
Millones de euros

	Unión Europea (UE 25)									OCDE				OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados
Total mundial	Total	Unión Europea (UE 15)							Del cual:							
		Total	Zona del euro			Reino Unido	Resto UE 15	Total	Estados Unidos de América	Japón						
			Del cual:													
			Total	Alemania	Francia						Italia					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
01	-43 439	-17 290	-17 987	-17 474	-11 539	-3 683	-4 283	-462	-51	-26 363	-2 219	-3 159	-9 501	420	-2 176	
02	-42 000	-16 612	-17 543	-18 385	-12 970	-3 436	-3 312	1 430	-587	-24 004	-1 416	-3 224	-7 771	-897	-2 176	
03	-46 995	-19 048	-19 322	-19 450	-13 731	-3 239	-3 517	1 035	-907	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-2 600	
04	-61 486	-25 907	-25 478	-25 473	-16 282	-3 353	-5 671	472	-476	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-3 104	
05	-70 969	-27 203	-26 617	-26 349	-15 039	-2 551	-6 466	-254	-14	-37 357	-912	-4 379	-12 678	-2 801	-3 123	
05 E-J	-42 401	-15 859	-15 718	-15 916	-9 429	-1 186	-3 825	305	-107	-23 223	-1 473	-2 791	-6 692	-1 772	-1 910	
06 E-J	-50 390	-18 322	-17 362	-18 121	-10 833	-1 111	-3 603	626	132	-24 705	-678	-2 605	-10 306	-1 511	-2 642	
05 Jun	-6 571	-2 898	-2 842	-2 855	-1 573	-321	-466	78	-65	-3 842	-279	-373	-973	-284	-301	
Jul	-6 128	-2 442	-2 424	-2 585	-1 379	-157	-704	129	32	-3 190	-64	-368	-1 057	-227	-257	
Ago	-7 192	-2 645	-2 604	-2 613	-1 253	-530	-574	-52	61	-3 543	-141	-291	-1 358	-255	-212	
Sep	-7 106	-2 365	-2 349	-2 469	-1 404	-376	-494	70	50	-3 296	-55	-394	-1 609	-226	-307	
Oct	-6 639	-2 673	-2 494	-2 472	-1 378	-239	-586	-54	33	-3 516	29	-373	-1 060	-395	-302	
Nov	-7 293	-2 780	-2 707	-2 567	-1 363	-267	-674	-193	53	-3 767	-93	-443	-1 294	-528	-386	
Dic	-7 182	-3 700	-3 551	-3 282	-1 451	-589	-841	-246	-23	-4 590	11	-424	-1 275	96	-311	
06 Ene	-6 584	-2 113	-2 057	-2 336	-1 197	-189	-363	252	28	-3 001	-63	-330	-1 386	-170	-432	
Feb	-6 504	-2 087	-1 904	-2 097	-1 593	195	-583	251	-59	-3 106	-140	-365	-1 288	-179	-310	
Mar	-8 027	-3 066	-2 876	-2 958	-1 800	-220	-623	132	-50	-4 208	-146	-413	-1 641	-302	-339	
Abr	-6 884	-2 729	-2 571	-2 495	-1 394	-177	-461	-138	62	-3 386	-179	-307	-1 479	-162	-286	
May	-7 528	-2 591	-2 356	-2 382	-1 692	-21	-417	-46	71	-3 450	32	-432	-1 404	-372	-441	
Jun	-7 685	-3 060	-2 923	-3 136	-1 594	-597	-475	194	19	-4 015	28	-421	-1 560	-207	-476	
Jul	-7 177	-2 676	-2 675	-2 716	-1 563	-101	-680	-19	60	-3 540	-209	-336	-1 549	-118	-359	

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 3 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

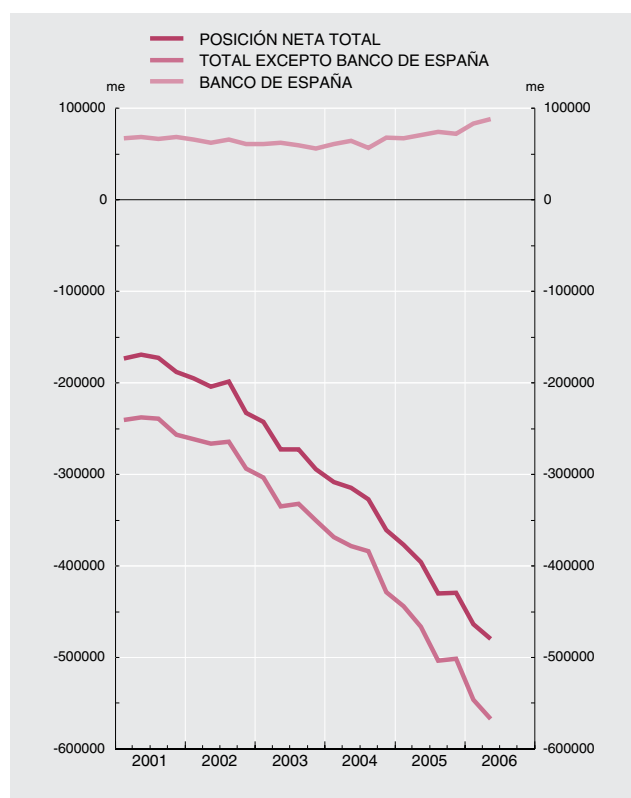
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

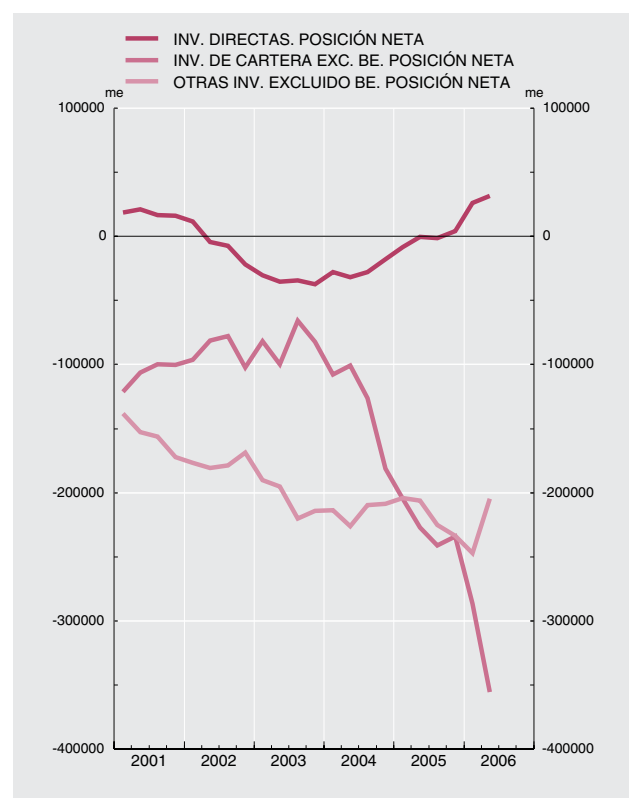
Saldos a fin de periodo en mm de euros

	Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España			
		Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
			Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)					
1=2+12	2=3+6+9	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12=13 a 15	13	14	15		
98		-160,5	-213,1	-44,5	63,5	108,0	-136,4	73,1	209,5	-32,2	161,5	193,7	52,5	52,1	-	0,4
99		-165,2	-239,0	-7,3	117,5	124,8	-141,0	127,4	268,4	-90,7	152,8	243,5	73,7	37,3	36,0	0,4
00		-160,1	-244,1	12,2	180,2	168,0	-117,0	193,7	310,7	-139,3	166,4	305,8	84,0	38,2	45,3	0,4
01		-188,0	-256,4	16,3	217,5	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	68,5	38,9	29,2	0,4
02	R	-232,9	-293,6	-22,1	223,1	245,2	-102,6	256,8	359,4	-168,9	197,4	366,3	60,6	38,4	22,7	-0,4
03	I	-272,6	-335,1	-35,5	222,9	258,4	-104,6	287,3	391,9	-195,1	194,7	389,8	62,4	31,3	26,8	4,3
03	III	-272,6	-332,4	-34,3	229,5	263,8	-77,9	309,6	387,4	-220,2	193,2	413,4	59,8	25,4	22,2	12,1
03	IV	-294,1	-350,2	-37,4	231,6	268,9	-98,6	319,8	418,4	-214,2	204,0	418,1	56,1	21,2	18,3	16,6
04	I	-308,3	-368,8	-27,7	242,0	269,8	-127,4	332,8	460,2	-213,6	210,9	424,5	60,5	17,6	23,1	19,9
04	II	-314,3	-378,6	-32,0	247,6	279,7	-120,5	347,9	468,4	-226,1	222,1	448,2	64,2	16,2	27,9	20,0
04	III	-327,3	-384,1	-28,0	254,4	282,4	-146,2	344,4	490,5	-209,9	229,7	439,7	56,8	15,9	20,5	20,4
04	IV	-360,6	-428,7	-17,6	272,5	290,1	-202,1	359,3	561,4	-208,9	222,4	431,3	68,1	14,5	31,9	21,7
05	I	-376,6	-443,9	-8,6	287,2	295,8	-231,1	366,5	597,7	-204,2	240,7	444,9	67,3	13,3	25,2	28,8
05	II	-395,8	-466,2	-0,6	297,9	298,5	-259,5	390,8	650,3	-206,1	256,8	462,9	70,4	13,7	22,0	34,7
05	III	-429,9	-503,8	-1,3	301,6	302,9	-277,3	417,7	695,0	-225,2	256,6	481,8	74,0	14,0	21,2	38,7
05	IV	-429,3	-501,5	4,2	315,9	311,7	-272,0	454,7	726,7	-233,7	270,3	504,0	72,2	14,6	17,1	40,5
06	I	-463,3	-546,3	26,0	345,8	319,8	-325,3	476,6	802,0	-247,0	287,1	534,1	83,0	15,4	26,8	40,8
06	II	-479,6	-567,4	31,7	352,4	320,7	-394,4	445,5	839,9	-204,7	301,0	505,7	87,8	14,6	32,2	41,0

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rúbrica 'Acciones y participaciones en fondos de inversión' de los otros sectores residentes, la incorporación de los nuevos datos supone una ruptura muy significativa de la serie histórica, tanto en activos financieros como en pasivos, por lo que se ha realizado una revisión desde 1992. Si bien el cambio metodológico que introduce el nuevo sistema afecta también, en alguna medida, al resto de las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

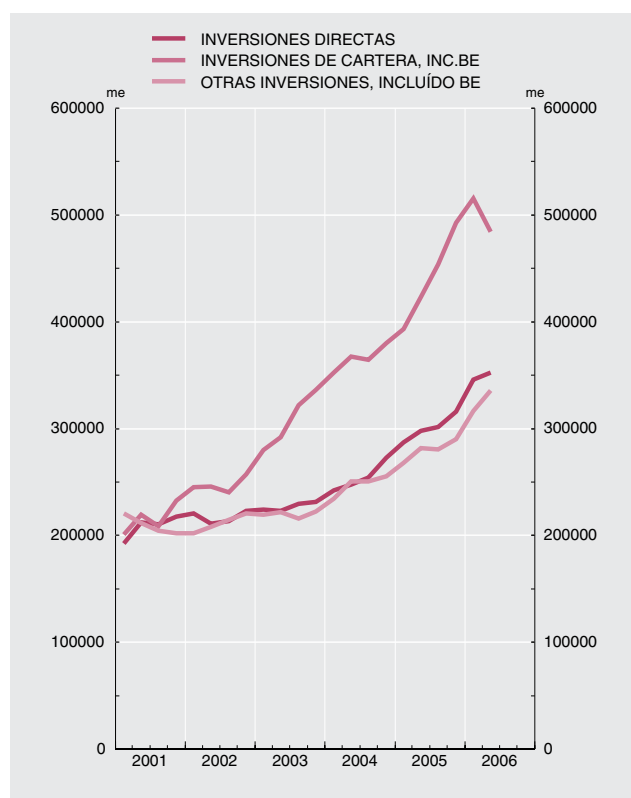
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

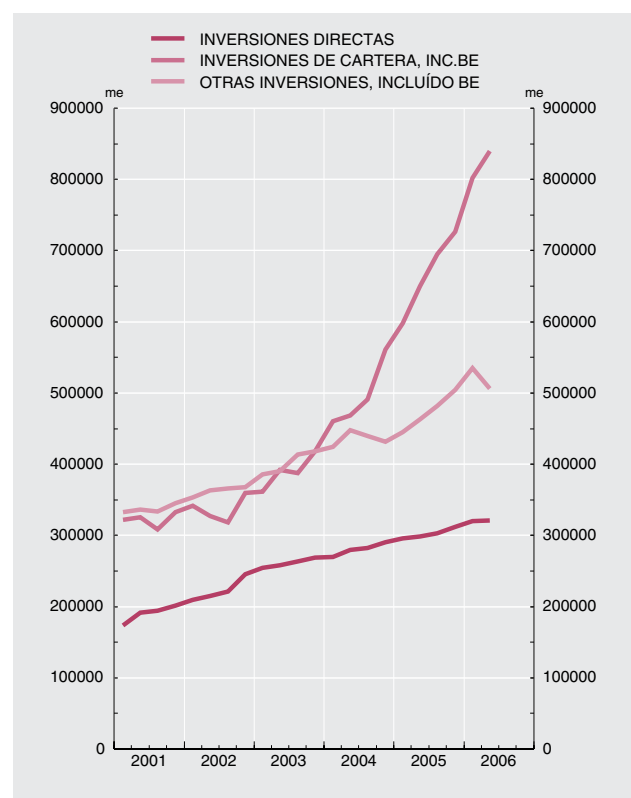
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
98	57 849	5 690	90 760	17 284	20 250	52 876	116 698	92 841	162 001	193 708
99	110 031	7 469	106 535	18 251	42 282	85 105	145 948	122 443	189 266	243 489
00	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	163 138	212 159	305 778
01	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845
02	R 206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	242 432	220 483	367 646
03 /	205 551	17 399	207 551	50 851	51 401	240 717	133 812	258 086	221 881	390 621
03 /	213 679	15 798	210 597	53 203	56 847	264 746	130 593	256 851	215 885	413 722
03 /	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	270 550	222 670	418 202
04 /	225 194	16 833	208 256	61 519	70 575	281 731	153 501	306 722	234 377	424 549
04 /	230 136	17 510	214 813	64 839	75 270	292 225	149 108	319 292	250 473	448 152
04 /	234 813	19 624	218 183	64 231	71 014	293 161	150 702	339 837	250 827	439 658
04 /	254 696	17 791	223 215	66 917	78 053	302 067	183 210	378 218	255 181	431 348
05 /	267 094	20 127	225 510	70 304	79 829	313 129	184 792	412 862	268 200	444 867
05 /	278 081	19 833	229 405	69 112	83 676	339 216	178 505	471 746	281 431	462 938
05 /	280 936	20 680	230 683	72 258	93 654	360 151	204 333	490 672	280 483	481 856
05 /	294 618	21 250	239 784	71 868	104 154	388 447	197 346	529 316	290 091	504 122
06 /	324 650	21 157	241 956	77 845	119 353	395 944	214 643	587 324	316 570	534 607
06 /	328 401	24 020	243 830	76 908	123 224	361 143	206 545	633 400	335 674	505 980

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

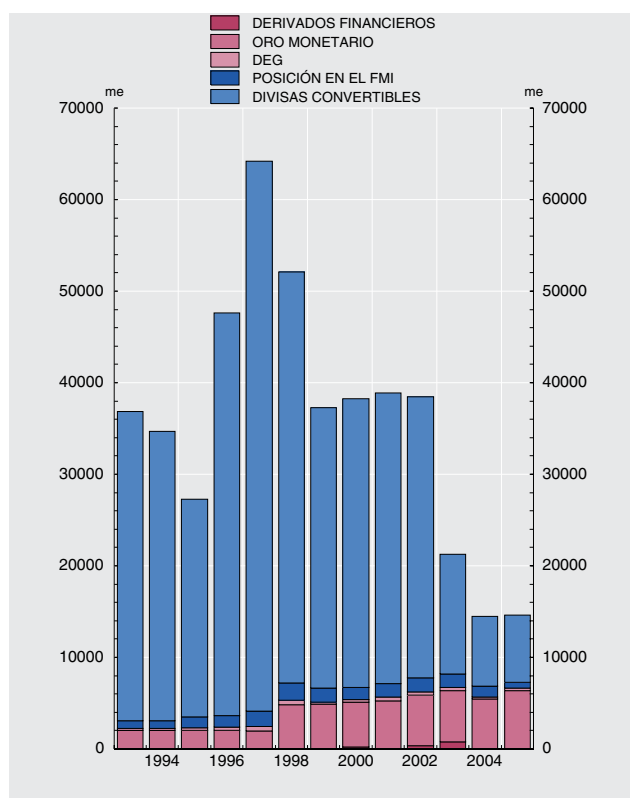
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

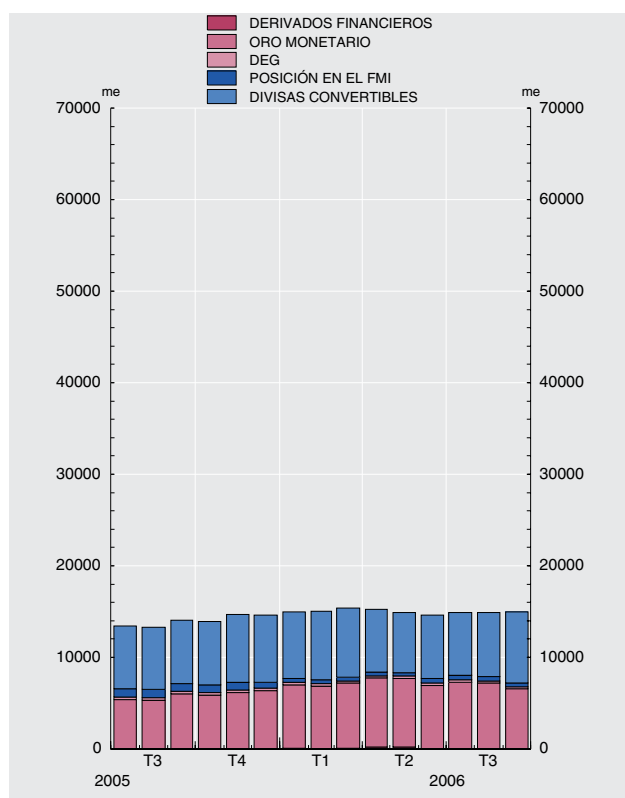
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
01	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
02	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
03	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
04	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
05							
<i>Abr</i>	13 276	6 439	1 000	256	5 667	-87	16,8
<i>May</i>	13 356	6 782	1 022	262	5 577	-286	16,6
<i>Jun</i>	13 672	6 895	989	269	5 846	-327	16,2
<i>Jul</i>	13 409	6 827	918	270	5 726	-332	16,2
<i>Ago</i>	13 260	6 784	882	274	5 610	-290	15,9
<i>Sep</i>	14 032	6 896	839	275	6 236	-214	15,9
<i>Oct</i>	13 893	6 894	820	275	5 959	-55	15,2
<i>Nov</i>	14 694	7 423	825	281	6 238	-72	14,8
<i>Dic</i>	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
06							
<i>Ene</i>	14 970	7 254	432	279	6 904	102	14,7
<i>Feb</i>	15 005	7 443	437	261	6 878	-15	14,7
<i>Mar</i>	15 377	7 544	405	258	7 101	69	14,7
<i>Abr</i>	15 255	6 851	399	254	7 537	214	14,7
<i>May</i>	14 910	6 575	395	253	7 472	217	14,7
<i>Jun</i>	14 605	6 925	474	253	6 950	3	14,7
<i>Jul</i>	14 918	6 896	469	255	7 295	3	14,7
<i>Ago</i>	14 915	7 018	468	256	7 155	18	14,7
<i>Sep</i>	14 972	7 746	410	258	6 586	-27	13,9

ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Operational Guidelines', octubre de 1999 (<http://www.dsb.imf.org/guide.htm>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Total deuda externa	Administraciones Públicas						Otras instituciones financieras monetarias				
		Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
03 /	694 062	183 831	2 196	710	168 451	12 474	-	328 247	315	165 842	39 596	122 493
///	714 542	188 667	3 069	267	173 146	12 185	-	339 679	323	170 814	44 803	123 739
IV	742 230	180 683	3 560	1 780	163 164	12 179	-	362 703	353	183 340	49 208	129 801
	772 151	176 501	4 386	335	159 152	12 628	-	374 134	326	187 752	56 363	129 693
04 /	815 215	192 147	3 676	489	174 928	13 055	-	392 792	361	186 529	72 417	133 485
///	856 271	189 040	3 270	428	172 191	13 151	-	425 717	353	207 118	79 569	138 676
IV	868 750	195 531	3 136	1 755	177 265	13 374	-	423 118	362	198 299	88 484	135 974
	904 325	205 323	2 956	705	184 800	16 863	-	427 328	301	194 245	100 711	132 071
05 /	954 641	206 611	2 600	1 024	185 261	17 726	-	456 631	467	202 197	121 665	132 301
///	1 034 314	215 489	2 268	437	196 053	16 731	-	486 308	577	232 191	135 730	117 810
IV	1 075 270	214 956	3 168	1 424	193 837	16 527	-	514 123	340	264 976	147 031	101 776
	1 137 322	215 091	2 547	65	195 014	17 465	-	544 853	705	276 510	160 788	106 850
06 /	1 233 044	216 440	4 699	11	194 300	17 429	-	584 910	907	295 771	189 118	99 115
///	1 251 480	215 343	3 687	345	194 061	17 251	-	576 575	2 188	268 475	204 469	101 443

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo					Frente a:	
				Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos	Total	Inversores directos	Afiliadas
		Depósitos											
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
03 /	798	798	117 787	2 678	19 084	123	31 964	62 955	446	537	63 399	32 831	30 568
II	870	870	119 491	2 497	17 701	167	34 248	63 864	437	576	65 836	33 091	32 745
III	313	313	126 874	2 418	20 273	168	38 148	64 957	419	491	71 657	33 529	38 128
IV	92	92	138 025	2 297	19 198	-	48 027	67 707	404	393	83 400	39 453	43 947
04 /	62	62	146 270	2 321	20 105	359	53 019	69 393	405	669	83 944	36 235	47 710
II	1	1	152 686	2 561	18 327	229	61 346	69 195	402	625	88 826	37 125	51 702
III	0	0	160 845	3 312	18 685	634	67 278	70 008	392	537	89 255	37 445	51 810
IV	16	16	176 899	4 043	18 952	1 175	85 408	66 403	413	505	94 759	38 513	56 246
05 /	0	0	194 487	4 274	20 580	787	98 595	69 030	405	817	96 912	39 800	57 112
II	71	71	232 818	3 839	19 958	1 569	133 280	72 974	397	801	99 630	41 705	57 925
III	42	42	243 407	3 401	19 386	1 636	142 895	74 943	392	753	102 742	42 823	59 918
IV	126	126	273 367	3 313	19 321	996	166 949	81 647	388	753	103 885	43 218	60 666
06 /	462	462	320 119	2 905	19 349	408	195 395	101 315	359	388	111 112	44 712	66 400
II	291	291	347 171	4 283	18 088	330	224 712	99 019	352	388	112 100	45 834	66 266

FUENTE: BE.

8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas							
Total	Operaciones de mercado abierto					Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros	Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)				
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13	14	15	
05 Abr	366 616	276 523	90 002	-	-1	200	108 223 659	502 026	26 012	287 206	-17 174	-98	143 054	-	
May	361 885	271 865	90 000	-	8	93	81 214 859	511 289	10 493	286 876	-20 047	611	146 415	-	
Jun	379 967	290 273	90 002	-169	20	145	305 232 941	518 749	24 141	286 606	-23 343	818	146 207	-	
Jul	396 451	307 025	90 000	-457	1	67	185 246 362	529 715	27 514	306 173	-4 694	523	149 566	-	
Ago	398 523	308 783	89 998	-22	11	18	266 246 736	532 886	24 501	304 931	-5 720	771	151 016	-	
Sep	379 522	289 091	89 999	432	9	76	85 226 489	530 079	9 620	304 733	-8 476	1 556	151 477	-	
Oct	380 847	291 327	89 999	-405	-7	61	128 227 409	534 411	7 149	315 263	1 112	2 194	151 245	-	
Nov	389 195	299 224	90 002	-	1	80	113 234 860	538 109	11 412	313 526	-1 135	2 625	151 709	-	
Dic	406 048	317 137	89 211	-341	5	145	109 248 369	558 128	5 237	312 391	-2 605	3 092	154 588	-	
06 Ene	408 320	316 136	91 835	318	2	109	81 250 562	552 874	12 261	325 172	10 599	3 581	154 177	-	
Feb	398 591	296 300	102 017	325	0	62	114 239 384	549 393	9 701	324 915	5 204	2 797	156 410	-	
Mar	405 993	295 305	110 886	-113	-0	42	126 244 219	554 137	12 476	324 109	1 715	2 014	159 760	-	
Abr	409 990	289 025	120 000	1 300	-18	230	547 246 408	565 593	11 289	336 927	6 453	1 710	161 872	-	
May	406 539	286 957	120 002	-500	-0	217	136 241 231	569 873	5 142	336 937	3 153	1 645	163 663	-	
Jun	419 914	300 523	120 001	-223	-7	115	495 253 565	575 813	14 272	337 603	1 083	1 476	164 873	-	
Jul	449 416	329 739	120 000	-405	-1	359	276 280 132	585 320	34 646	327 983	-11 851	1 783	167 501	-	
Ago	436 866	317 587	120 002	-783	4	108	53 267 906	589 612	23 289	327 310	-17 685	3 046	165 915	-	
Sep	427 171	307 761	120 002	-548	-2	120	162 254 585	587 088	17 667	326 287	-23 883	4 915	167 670	-	

8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas									
Total	Operaciones de mercado abierto					Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros			Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificación del Banco de España
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Frente a residentes UEM	Resto			
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13=14+ +15	14	15	16	17	
05 Abr	29 675	26 863	2 809	-	3	-	0	33 212	71 134	6 329	19 220	-25 030	-18 113	-16 452	-1 662	14 576	-
May	29 050	26 029	3 020	-	2	0	1	33 933	71 959	7 008	19 178	-25 856	-19 224	-16 640	-2 584	14 341	-
Jun	28 526	25 508	3 017	-	6	-	5	35 021	73 124	8 845	18 997	-27 950	-21 561	-18 951	-2 610	15 065	-
Jul	30 823	28 108	2 725	-11	1	-	0	31 762	75 194	5 883	20 121	-29 194	-16 150	-13 372	-2 778	15 211	-
Ago	31 232	28 332	2 902	-	1	-	4	28 673	74 978	3 781	19 996	-30 091	-13 211	-10 398	-2 813	15 770	-
Sep	29 186	26 296	2 890	-	2	-	1	25 857	74 026	4 375	19 927	-32 617	-12 528	-10 124	-2 404	15 857	-
Oct	27 830	25 082	2 762	-8	-5	-	1	28 243	74 576	7 007	20 359	-32 981	-16 551	-14 554	-1 997	16 138	-
Nov	30 344	27 660	2 690	-	-1	0	5	29 321	74 987	8 288	20 102	-33 852	-14 259	-12 459	-1 800	15 282	-
Dic	30 285	27 714	2 599	-28	1	0	1	28 287	78 418	4 987	20 091	-35 027	-14 642	-12 803	-1 839	16 640	-
06 Ene	29 043	26 427	2 614	5	-0	-	3	28 602	78 458	5 881	20 570	-35 167	-14 818	-13 117	-1 701	15 259	-
Feb	28 631	25 724	2 906	-	1	3	2	30 723	77 841	8 807	20 573	-35 352	-18 684	-17 199	-1 485	16 591	-
Mar	26 841	23 879	2 967	-	-2	-	4	30 439	78 742	7 948	20 571	-35 680	-20 262	-18 756	-1 506	16 664	-
Abr	24 830	21 809	2 944	95	-17	-	1	31 754	80 819	7 398	20 927	-35 537	-23 536	-21 553	-1 983	16 612	-
May	25 257	22 251	3 022	-20	0	4	1	35 691	80 484	10 052	20 777	-34 068	-27 409	-24 561	-2 848	16 975	-
Jun	23 300	19 898	3 440	-32	-7	-	-	39 354	81 230	11 760	20 839	-32 797	-32 777	-29 058	-3 719	16 722	-
Jul	22 582	19 066	3 622	-67	-2	2	37	38 610	82 952	9 370	19 420	-34 292	-33 138	-29 195	-3 943	17 110	-
Ago	21 380	17 921	3 501	-45	3	-	-	35 048	82 545	7 925	18 369	-37 053	-31 044	-28 013	-3 032	17 376	-
Sep	21 261	17 621	3 677	-38	1	-	-	30 389	81 441	6 162	17 189	-40 025	-27 023	-24 750	-2 273	17 895	-

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

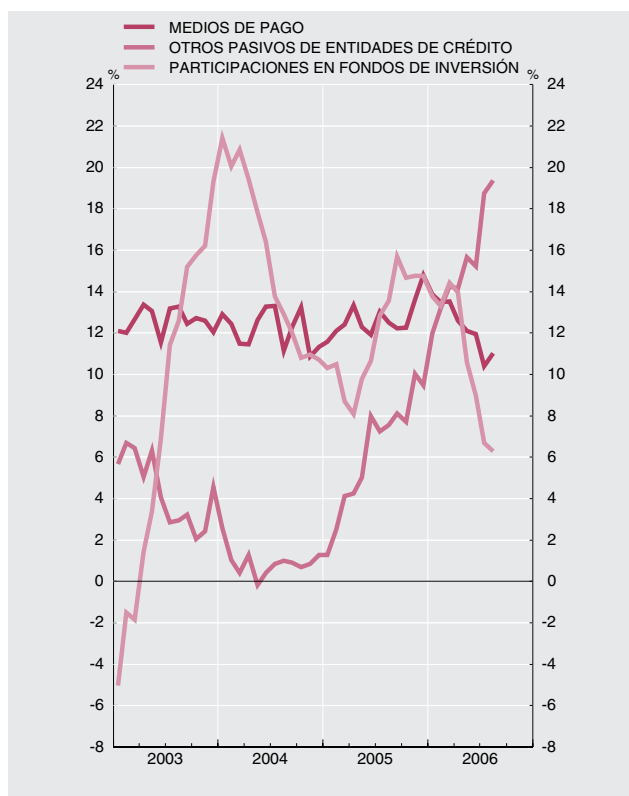
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN (a) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

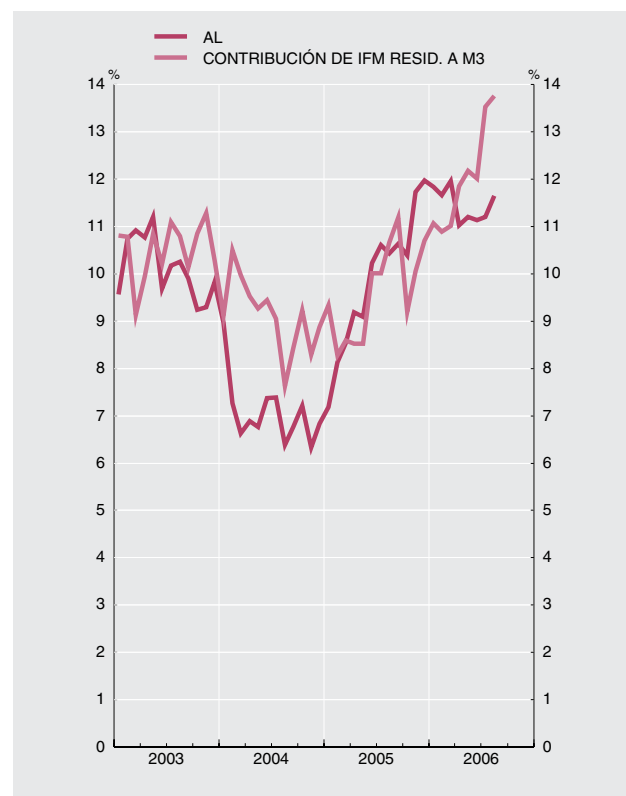
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	SalDOS	1 T 12	T 1/12		SalDOS	1 T 12	T 1/12			SalDOS	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
03	360 691	12,0	20,9	10,3	278 433	4,5	2,2	15,0	-0,7	173 917	19,3	18,5	20,2	9,8	10,3
04	401 569	11,3	19,7	9,5	281 968	1,3	8,4	-21,6	-8,3	192 531	10,7	6,1	16,1	6,8	8,9
05	460 998	14,8	18,0	14,0	308 645	9,5	10,5	6,1	2,1	220 928	14,7	7,6	22,3	12,0	10,7
05 May	417 032	12,3	17,8	11,1	286 854	5,0	10,0	-8,5	-23,5	204 088	9,8	8,4	11,3	9,1	8,5
Jun	435 526	11,9	17,8	10,7	293 552	8,0	11,5	-4,0	-5,4	207 056	10,7	9,7	11,7	10,2	10,0
Jul	441 353	13,0	17,4	12,1	290 740	7,2	10,4	-4,8	-3,3	210 831	12,8	10,3	15,6	10,6	10,0
Ago	429 624	12,5	17,6	11,4	295 182	7,6	10,9	-4,3	-5,5	213 414	13,6	10,4	17,0	10,4	10,7
Sep	436 819	12,2	18,7	10,8	294 732	8,1	10,3	2,7	-9,1	216 931	15,7	11,3	20,4	10,6	11,2
Oct	436 967	12,3	17,8	11,0	294 802	7,7	9,5	2,9	-7,5	216 371	14,7	10,5	19,1	10,4	9,2
Nov	446 669	13,6	18,4	12,5	302 500	10,0	10,2	10,6	4,4	219 119	14,7	9,0	20,8	11,7	10,1
Dic	460 998	14,8	18,0	14,0	308 645	9,5	10,5	6,1	2,1	220 928	14,7	7,6	22,3	12,0	10,7
06 Ene	451 854	13,9	17,3	13,0	313 656	12,0	10,6	22,0	0,9	221 664	13,8	3,4	24,6	11,8	11,1
Feb	456 730	13,5	17,2	12,6	318 583	13,2	11,1	26,4	5,0	224 802	13,3	0,1	26,8	11,7	10,9
Mar	464 215	13,5	17,6	12,6	325 587	14,3	12,9	28,2	-11,4	228 120	14,4	-1,0	29,9	12,0	11,0
Abr	464 202	12,6	16,8	11,6	326 446	14,1	12,8	25,0	-2,7	228 294	14,0	-4,1	32,5	11,0	11,9
May	467 463	12,1	15,5	11,3	331 733	15,6	13,5	31,7	-3,4	225 687	10,6	-4,8	26,3	11,2	12,2
Jun	487 505	11,9	15,1	11,2	338 208	15,2	13,9	29,3	-10,3	225 637	9,0	-3,6	21,9	11,1	12,0
Jul	487 208	10,4	12,6	9,9	345 211	18,7	16,9	35,0	-4,1	224 929	6,7	-6,1	19,6	11,2	13,5
Ago	477 018	11,0	11,9	10,8	352 310	19,4	17,9	33,4	-3,3	226 828	6,3	-7,0	19,9	11,6	13,8

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

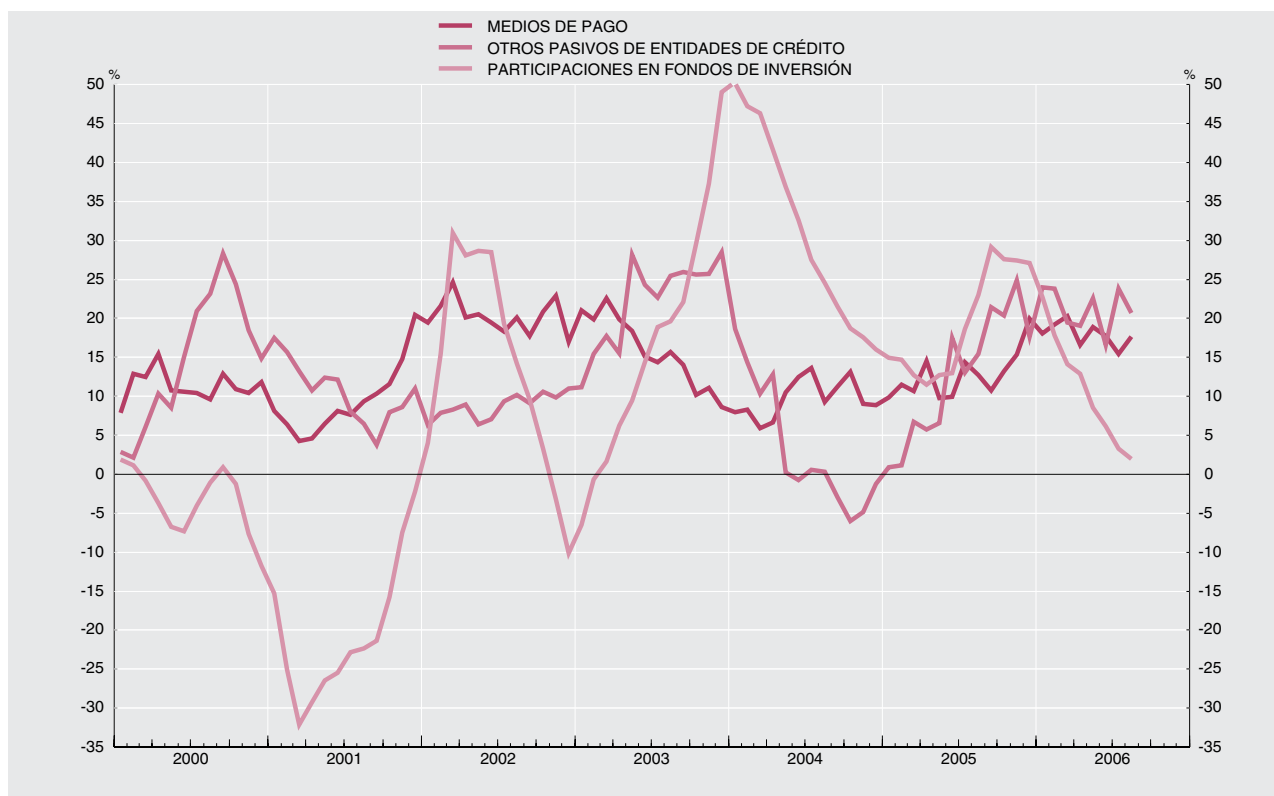
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
03	85 186	8,6	63 714	28,5	39,2	22,3	20 465	49,0	37,8	61,9
04	92 764	8,9	62 915	-1,3	24,6	-18,3	23 738	16,0	18,5	13,5
05	111 274	20,0	74 030	17,7	30,5	4,7	30 175	27,1	13,8	40,6
05 May	96 414	9,8	61 380	6,6	31,2	-14,9	26 373	12,7	8,2	17,4
Jun	102 686	9,9	65 715	17,5	45,1	-7,3	26 829	13,0	8,2	18,0
Jul	104 033	14,3	62 610	13,1	34,0	-6,7	27 592	18,6	10,9	27,0
Ago	98 989	12,8	66 435	15,5	36,1	-3,4	28 197	23,0	13,2	33,7
Sep	101 033	10,7	67 813	21,4	32,4	10,2	28 960	29,1	16,5	42,9
Oct	101 086	13,2	66 832	20,4	32,6	7,3	29 090	27,6	16,0	39,8
Nov	105 622	15,4	71 032	24,9	32,6	16,3	29 697	27,4	14,9	40,4
Dic	111 274	20,0	74 030	17,7	30,5	4,7	30 175	27,1	13,8	40,6
06 Ene	107 166	18,1	73 686	23,9	27,4	20,1	29 864	22,7	10,1	35,1
Feb	110 960	19,2	73 259	23,8	25,7	21,5	29 547	17,8	4,5	30,3
Mar	113 946	20,3	74 401	19,4	23,9	14,5	29 196	14,1	1,2	25,8
Abr	112 222	16,6	73 789	19,0	24,4	12,8	29 114	12,9	-3,6	28,3
May	114 623	18,9	75 225	22,6	19,1	27,2	28 628	8,6	-6,0	22,3
Jun	120 888	17,7	76 623	16,6	12,6	22,2	28 485	6,2	-6,1	18,1
Jul	120 069	15,4	77 526	23,8	21,1	27,5	28 490	3,3	-8,0	13,8
AgO	116 492	17,7	80 186	20,7	21,8	19,3	28 747	2,0	-8,9	12,1

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

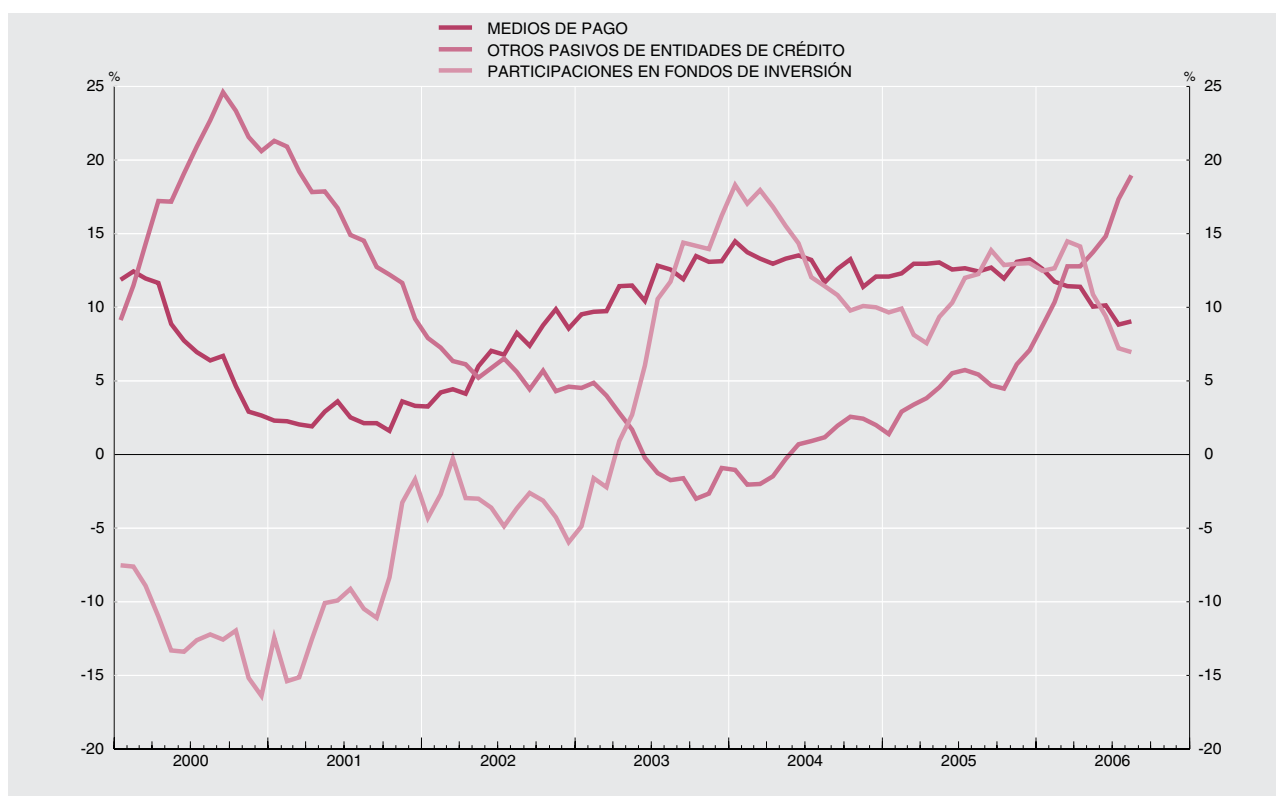
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de a.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
03	275 505	13,1	20,7	11,3	214 720	-0,9	-1,4	1,9	153 452	16,2	16,6	15,8
04	308 805	12,1	20,6	9,8	219 053	2,0	6,1	-20,2	168 793	10,0	4,5	16,4
05	349 724	13,3	20,3	11,2	234 615	7,1	7,3	6,0	190 753	13,0	6,7	19,6
05 May	320 618	13,1	19,2	11,4	225 474	4,6	6,9	-9,0	177 716	9,4	8,4	10,4
Jun	332 840	12,6	19,3	10,7	227 837	5,5	6,7	-1,5	180 227	10,3	9,9	10,7
Jul	337 320	12,6	19,1	10,9	228 130	5,8	7,0	-2,3	183 238	12,0	10,2	14,0
Ago	330 636	12,4	19,4	10,5	228 747	5,5	7,2	-5,7	185 218	12,2	10,0	14,7
Sep	335 786	12,7	20,6	10,5	226 919	4,7	6,9	-9,8	187 971	13,9	10,6	17,3
Oct	335 881	12,0	19,8	9,8	227 970	4,5	6,0	-5,9	187 281	12,9	9,7	16,2
Nov	341 047	13,1	20,5	11,0	231 468	6,2	6,7	2,2	189 422	13,0	8,2	18,1
Dic	349 724	13,3	20,3	11,2	234 615	7,1	7,3	6,0	190 753	13,0	6,7	19,6
06 Ene	344 688	12,6	19,4	10,6	239 970	8,8	7,9	14,8	191 800	12,5	2,4	23,1
Feb	345 770	11,8	19,1	9,6	245 325	10,3	8,7	22,6	195 255	12,7	-0,4	26,3
Mar	350 270	11,5	19,3	9,2	251 186	12,8	11,1	24,6	198 924	14,5	-1,3	30,6
Abr	351 980	11,4	18,4	9,3	252 657	12,8	10,9	26,4	199 181	14,1	-4,2	33,2
May	352 840	10,1	16,8	8,0	256 507	13,8	12,5	22,3	197 059	10,9	-4,6	26,9
Jun	366 617	10,1	16,3	8,4	261 586	14,8	14,2	19,0	197 152	9,4	-3,3	22,5
Jul	P 367 140	8,8	13,5	7,4	267 684	17,3	16,1	25,7	196 439	7,2	-5,8	20,5
Ago	P 360 526	9,0	12,5	8,0	272 124	19,0	17,1	32,2	198 081	6,9	-6,7	21,2

HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

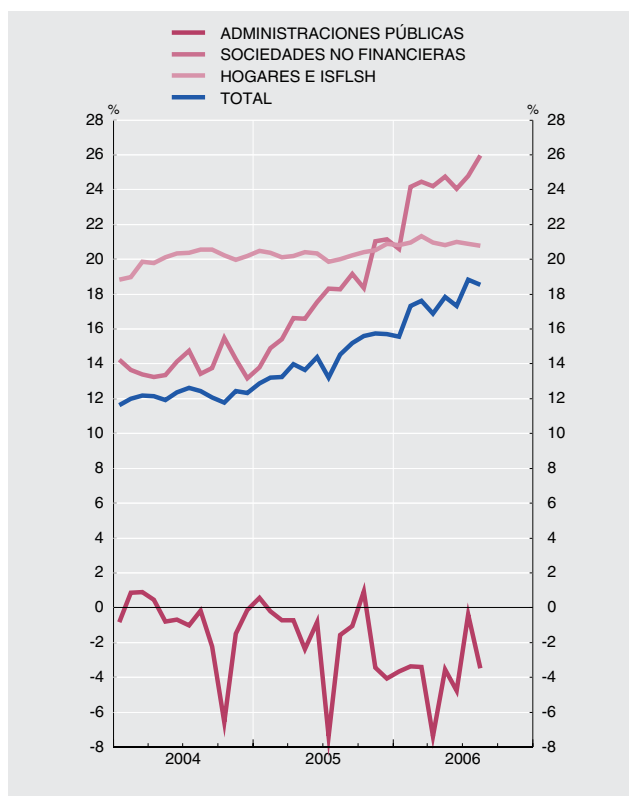
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

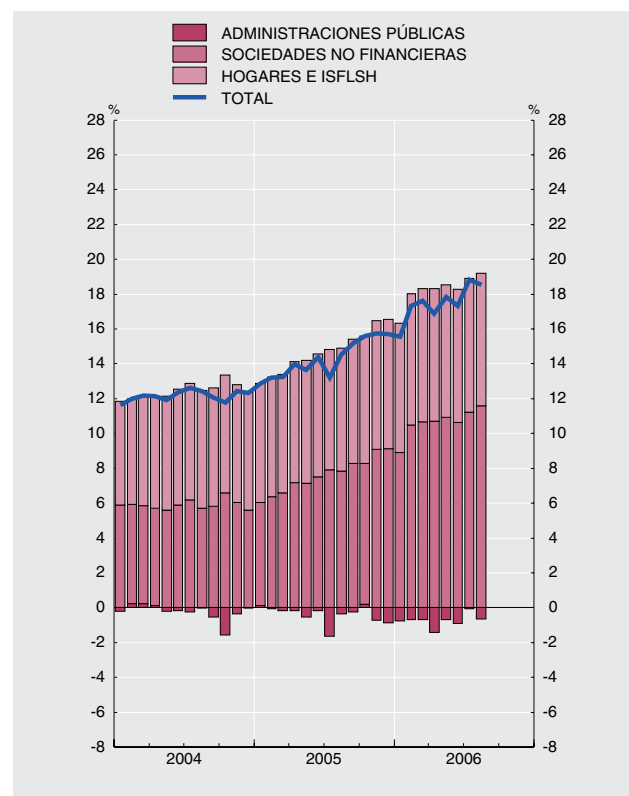
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa del total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					
					Por sectores		Por instrumentos					Por sectores		Por instrumentos			
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras		Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
03	1 342 446	141 234	11,8	0,6	15,9	13,5	19,1	16,4	-9,2	15,3	0,2	11,7	5,6	6,0	9,9	-0,1	1,8
04	1 511 634	165 679	12,3	-0,1	16,3	13,2	20,2	19,1	-1,2	3,4	-0,0	12,4	5,6	6,8	11,9	-0,0	0,4
05	1 755 057	237 465	15,7	-4,1	21,0	21,1	20,9	23,0	23,7	9,9	-0,9	16,6	9,1	7,4	15,2	0,2	1,2
05 May	1 591 884	14 155	13,7	-2,4	18,3	16,6	20,4	20,7	2,3	6,9	-0,5	14,2	7,1	7,1	13,3	0,0	0,9
Jun	1 638 779	44 576	14,4	-0,8	18,8	17,5	20,4	21,3	13,6	6,1	-0,2	14,6	7,5	7,1	13,7	0,1	0,8
Jul	1 641 531	1 976	13,2	-7,4	19,0	18,3	19,9	21,3	14,5	7,4	-1,6	14,8	7,9	6,9	13,8	0,1	0,9
Ago	1 656 310	15 161	14,5	-1,6	19,1	18,3	20,0	21,3	16,2	7,5	-0,3	14,9	7,9	7,0	13,8	0,1	0,9
Sep	1 675 745	20 134	15,2	-1,1	19,6	19,2	20,2	22,0	11,0	7,8	-0,2	15,4	8,3	7,1	14,4	0,1	1,0
Oct	1 684 476	10 074	15,6	0,9	19,3	18,3	20,4	21,9	13,6	5,8	0,2	15,4	8,1	7,3	14,6	0,1	0,7
Nov	1 719 824	33 784	15,7	-3,5	20,8	21,0	20,5	22,4	19,9	12,3	-0,7	16,5	9,1	7,4	14,8	0,1	1,5
Dic	1 755 057	33 486	15,7	-4,1	21,0	21,1	20,9	23,0	23,7	9,9	-0,9	16,6	9,1	7,4	15,2	0,2	1,2
06 Ene	1 775 599	19 286	15,5	-3,7	20,7	20,6	20,8	22,6	22,7	9,8	-0,8	16,3	8,9	7,4	15,0	0,2	1,2
Feb	1 813 214	37 321	17,3	-3,4	22,7	24,2	21,0	22,9	74,9	18,5	-0,7	18,0	10,5	7,5	15,3	0,6	2,2
Mar	1 848 529	33 114	17,6	-3,4	23,0	24,4	21,3	23,3	73,6	18,2	-0,7	18,3	10,7	7,7	15,6	0,6	2,2
Abr	1 850 839	2 934	16,9	-7,4	22,7	24,2	20,9	23,3	69,1	16,7	-1,4	18,3	10,7	7,6	15,7	0,5	2,0
May	1 883 203	32 351	17,9	-3,6	23,0	24,7	20,8	23,3	78,8	17,4	-0,7	18,5	10,9	7,6	15,9	0,6	2,1
Jun	1 929 271	44 584	17,3	-4,8	22,7	24,0	21,0	23,2	94,1	14,8	-0,9	18,3	10,6	7,6	15,8	0,8	1,7
Jul	1 955 359	26 888	18,8	-0,4	23,0	24,8	20,9	23,5	111,9	14,6	-0,1	18,9	11,2	7,7	16,3	0,9	1,8
Ag	1 968 484	13 195	18,5	-3,5	23,6	26,0	20,8	24,0	112,2	15,8	-0,7	19,2	11,6	7,6	16,4	0,9	1,9

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española", en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados) menos depósitos. Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

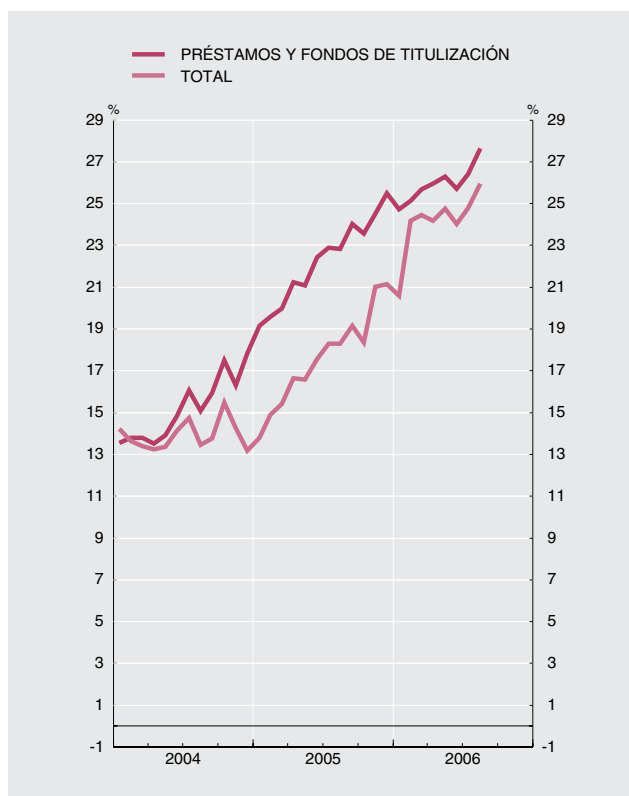
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

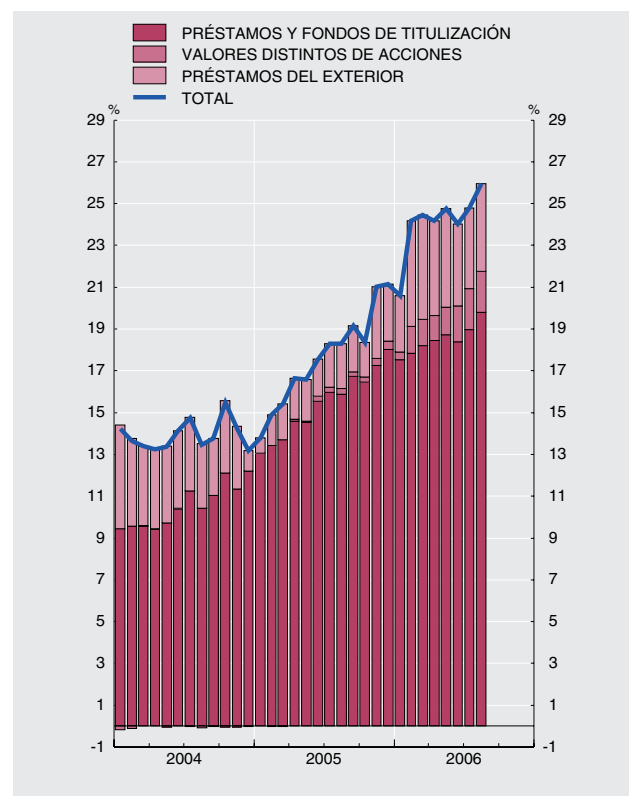
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)				Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
							Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
03	572 606	67 287	13,5	391 916	13,6	9,4	10 807	-	-9,2	-0,2	169 884	15,3	4,3	13 647
04	652 019	75 416	13,2	461 109	17,8	12,2	10 678	-	-1,2	-0,0	180 232	3,4	1,0	15 538
05	796 260	137 901	21,1	578 229	25,5	18,0	13 207	2 634	23,7	0,4	204 823	9,9	2,7	5 581
05 May	703 753	4 464	16,6	501 394	21,1	14,5	11 712	223	2,3	0,0	190 647	6,9	2,0	11 848
Jun	724 682	18 526	17,5	518 568	22,4	15,5	13 246	1 596	13,6	0,3	192 867	6,1	1,8	6 567
Jul	743 677	18 193	18,3	533 826	22,9	16,0	13 016	1 595	14,5	0,3	196 835	7,3	2,1	5 942
Ago	738 301	-4 987	18,3	528 523	22,8	15,9	12 960	1 595	16,2	0,3	196 818	7,4	2,1	5 809
Sep	751 146	13 482	19,2	541 093	24,0	16,7	12 735	1 845	11,0	0,2	197 317	7,8	2,2	6 143
Oct	763 335	13 514	18,3	553 285	23,6	16,5	12 763	1 894	13,6	0,2	197 287	5,8	1,6	6 295
Nov	781 050	16 118	21,0	560 707	24,5	17,3	13 036	1 894	19,9	0,3	207 307	12,3	3,4	6 072
Dic	796 260	13 412	21,1	578 229	25,5	18,0	13 207	2 634	23,7	0,4	204 823	9,9	2,7	5 581
06 Ene	806 310	8 781	20,6	585 117	24,7	17,5	13 387	2 633	22,7	0,4	207 806	9,7	2,7	5 414
Feb	839 672	33 062	24,2	593 351	25,1	17,8	19 929	8 824	74,9	1,3	226 393	18,5	5,1	5 362
Mar	859 231	17 324	24,4	607 648	25,7	18,2	20 414	9 153	73,6	1,3	231 170	18,2	5,0	5 041
Abr	875 693	17 068	24,2	624 493	26,0	18,4	20 402	9 159	69,1	1,2	230 798	16,7	4,6	4 807
May	885 392	9 669	24,7	632 774	26,3	18,7	20 944	9 776	78,8	1,3	231 674	17,3	4,7	4 640
Jun	905 487	18 543	24,0	651 381	25,7	18,4	25 712	14 185	94,1	1,7	228 395	14,7	3,9	4 569
Jul	933 051	28 336	24,8	674 359	26,4	19,0	27 587	15 591	111,9	2,0	231 105	14,6	3,9	4 419
Ago	935 426	2 404	26,0	674 107	27,6	19,8	27 505	15 792	112,2	2,0	233 815	15,8	4,2	4 395

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

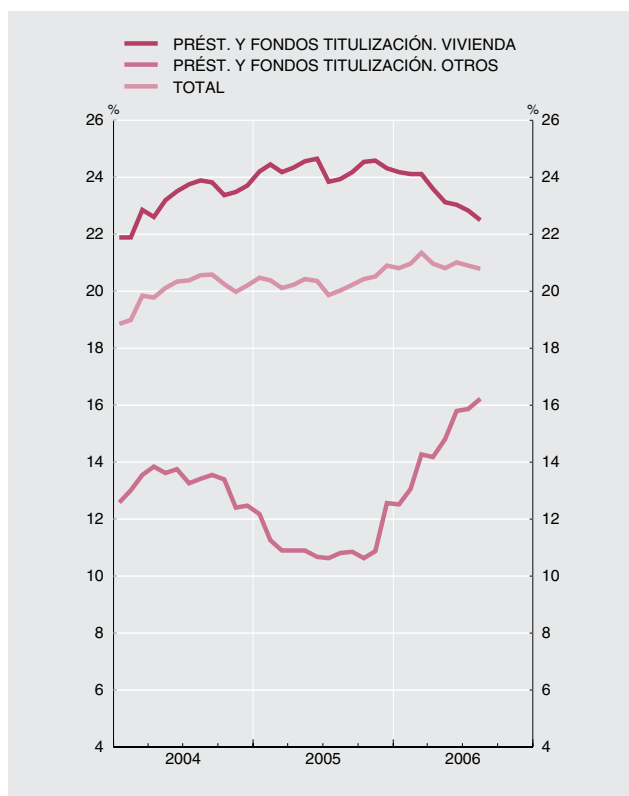
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

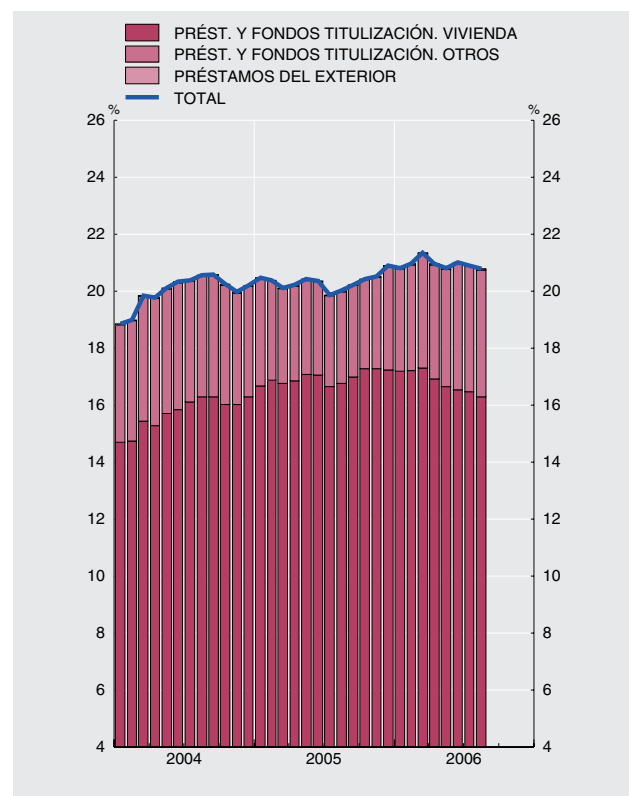
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: prés- tamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter- anual	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
03	448 723	71 917	19,1	308 597	21,6	14,5	139 405	13,9	4,5	722	17,7	0,0	32 639	6 679
04	538 880	90 646	20,2	381 698	23,7	16,3	156 322	12,5	3,9	861	19,2	0,0	47 873	9 802
05	651 070	112 572	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	1 001	16,3	0,0	28 527	3 030
05 May	581 446	10 281	20,4	418 602	24,6	17,1	161 928	10,9	3,3	916	17,4	0,0	54 915	8 631
Jun	596 121	14 759	20,4	427 828	24,6	17,1	167 365	10,7	3,3	928	16,3	0,0	32 840	3 923
Jul	602 731	6 635	19,9	434 963	23,8	16,6	166 825	10,6	3,2	943	16,4	0,0	29 449	4 151
Ago	607 602	4 865	20,0	440 042	23,9	16,8	166 607	10,8	3,2	953	16,2	0,0	29 391	4 051
Sep	616 285	8 744	20,2	447 550	24,2	17,0	167 768	10,8	3,2	967	16,5	0,0	28 518	3 743
Oct	626 730	10 463	20,4	456 610	24,5	17,3	169 148	10,6	3,1	972	15,7	0,0	28 642	3 334
Nov	641 261	14 563	20,5	466 014	24,6	17,3	174 270	10,9	3,2	977	14,3	0,0	28 976	3 174
Dic	651 070	9 861	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	1 001	16,3	0,0	28 527	3 030
06 Ene	657 997	6 939	20,8	481 272	24,2	17,2	175 666	12,5	3,6	1 059	20,8	0,0	28 012	2 911
Feb	666 822	8 833	21,0	488 902	24,1	17,2	176 855	13,0	3,7	1 065	20,1	0,0	27 554	2 694
Mar	679 900	13 112	21,3	499 125	24,1	17,3	179 699	14,3	4,0	1 076	20,5	0,0	27 159	2 581
Abr	690 480	10 599	20,9	506 443	23,6	16,9	182 922	14,2	4,0	1 116	23,5	0,0	27 307	2 446
May	702 021	11 558	20,8	515 316	23,1	16,6	185 569	14,8	4,1	1 135	23,8	0,0	27 234	2 292
Jun	720 947	18 995	21,0	526 310	23,0	16,5	193 473	15,8	4,4	1 164	25,2	0,0	28 062	2 256
Jul	P 728 353	7 434	20,9	534 213	22,8	16,5	192 958	15,9	4,4	1 182	25,2	0,0	26 929	2 177
Ago	P 733 427	5 115	20,8	538 974	22,5	16,3	193 253	16,2	4,4	1 200	25,8	0,0	26 707	2 097

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

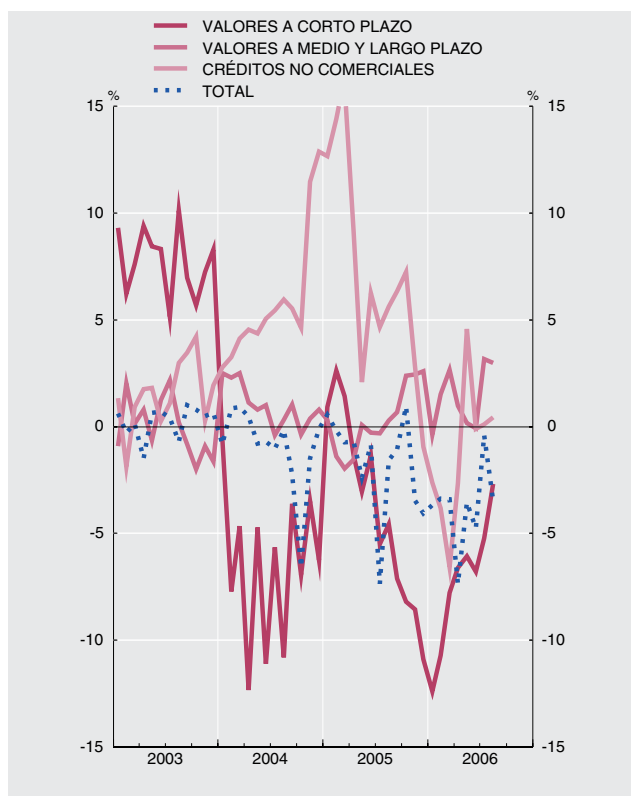
8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

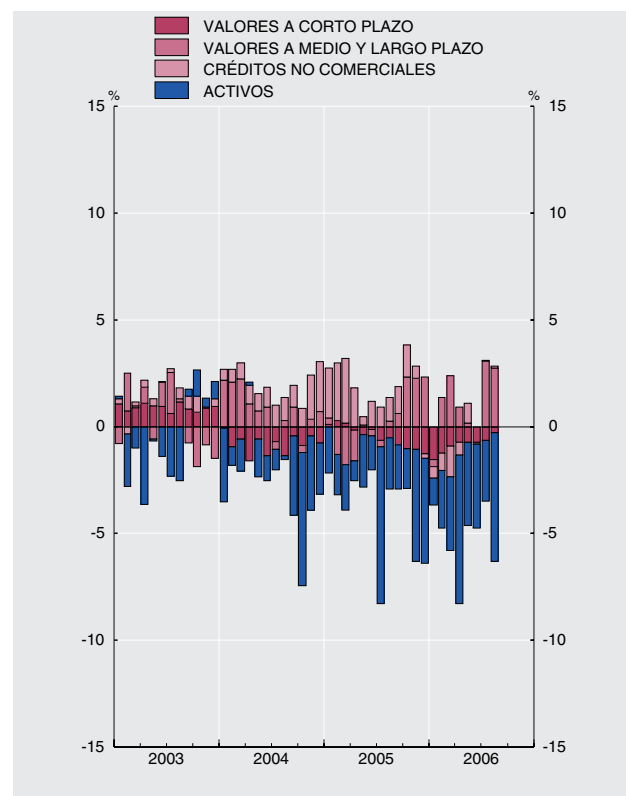
Millones de euros y porcentajes

		Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total				
					Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Acti- vos	Pasivos			Acti- vos	
		Saldo neto de pasivos	Varia- ción mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores		Crédi- tos no comer- ciales y res- to (b)	Depó- sitos en el Banco de España	Resto de depó- sitos (c)	Total	Valores			Crédi- tos no comer- ciales y res- to (a)	A corto plazo	Medio y largo plazo		Crédi- tos no comer- ciales y res- to (a)
						A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
02		319 087	-2 772	-0,9	5 963	74	5 698	190	1 785	6 950	1,6	0,2	2,0	0,3	15,2	0,0	1,8	0,1	-2,7
03		321 117	2 030	0,6	-567	3 047	-4 738	1 124	1 767	-4 363	-0,1	8,3	-1,6	1,9	-3,9	1,0	-1,5	0,4	0,8
04		320 735	-382	-0,1	7 309	-2 491	2 232	7 568	-1 817	9 509	1,9	-6,2	0,8	12,9	12,1	-0,8	0,7	2,4	-2,4
05	P	307 727	-13 007	-4,1	2 768	-4 075	7 479	-636	-695	16 470	0,7	-10,9	2,6	-1,0	22,2	-1,3	2,3	-0,2	-4,9
05	Mar	P	320 292	2 871	-0,7	1 938	1 207	-1 035	1 765	193	-1 125	1,2	1,4	-2,0	16,2	10,1	0,2	-1,8	3,0
	Abr	P	307 275	-13 017	-0,7	-3 749	-3 327	2 604	-3 026	1 471	7 798	0,2	-1,3	-1,5	9,2	3,5	-0,2	-1,5	1,8
	May	P	306 685	-590	-2,4	230	1 974	2 808	-4 552	-316	1 136	0,1	-3,0	0,1	2,1	10,1	-0,4	0,1	0,4
	Jun	P	317 976	11 290	-0,8	3 061	-2 165	2 402	2 824	150	-8 379	0,6	-1,3	-0,3	6,2	7,2	-0,1	-0,3	1,2
	Jul	P	295 124	-22 852	-7,4	-7 237	1 338	-8 588	13	-3 422	19 037	-0,0	-5,5	-0,3	4,7	33,8	-0,7	-0,3	0,9
	Ago	P	310 407	15 283	-1,6	-2 641	-2 350	-69	-221	-220	-17 704	0,7	-4,6	0,3	5,6	11,5	-0,5	0,3	1,1
	Sep	P	308 315	-2 092	-1,1	6 985	1 748	5 080	158	117	8 960	0,8	-7,1	0,7	6,3	8,3	-0,9	0,6	1,2
	Oct	P	294 411	-13 904	0,9	-2 448	-1 796	-824	172	-529	11 985	2,1	-8,2	2,4	7,3	6,0	-1,0	2,3	1,5
	Nov	P	297 514	3 103	-3,5	6 007	1 839	4 168	-1	-102	3 006	1,4	-8,5	2,4	2,8	19,7	-1,1	2,3	0,6
	Dic	P	307 727	10 213	-4,1	-702	-2 105	625	779	-342	-10 573	0,7	-10,9	2,6	-1,0	22,2	-1,3	2,3	-0,2
06	Ene	P	311 292	3 565	-3,7	-4 938	1 742	-6 206	-473	86	-8 589	-2,0	-12,4	-0,4	-2,6	5,4	-1,5	-0,3	-0,5
	Feb	P	306 719	-4 573	-3,4	1 277	-2 063	3 368	-29	277	5 572	-0,6	-10,7	1,5	-3,8	11,2	-1,2	1,4	-0,8
	Mar	P	309 398	2 679	-3,4	4 282	2 204	2 296	-218	172	1 430	0,0	-7,8	2,7	-6,6	14,7	-0,9	2,4	-1,4
	Abr	A	284 666	-24 732	-7,4	-5 104	-2 665	-2 226	-213	10 249	9 378	-0,3	-6,6	1,0	-2,6	25,4	-0,7	0,9	-0,6
	May	A	295 790	11 124	-3,6	2 560	2 038	480	42	-3 084	-5 480	0,3	-6,1	0,2	4,6	14,1	-0,7	0,2	0,9
	Jun	A	302 837	7 047	-4,8	-703	-2 278	1 643	-68	-314	-7 436	-0,7	-6,8	-0,1	-0,1	16,3	-0,7	-0,1	-0,0
	Jul	A	293 955	-8 882	-0,4	2 656	1 805	703	149	535	11 003	1,9	-5,2	3,2	0,1	9,1	-0,6	3,1	0,0
	Ago	A	299 631	5 676	-3,5	-1 986	-1 368	-596	-22	-5 431	-2 231	2,0	-2,7	3,0	0,4	25,1	-0,3	2,7	0,1

FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a.Consolidados: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

b.Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

c.Excluidas las cuentas de recaudación.

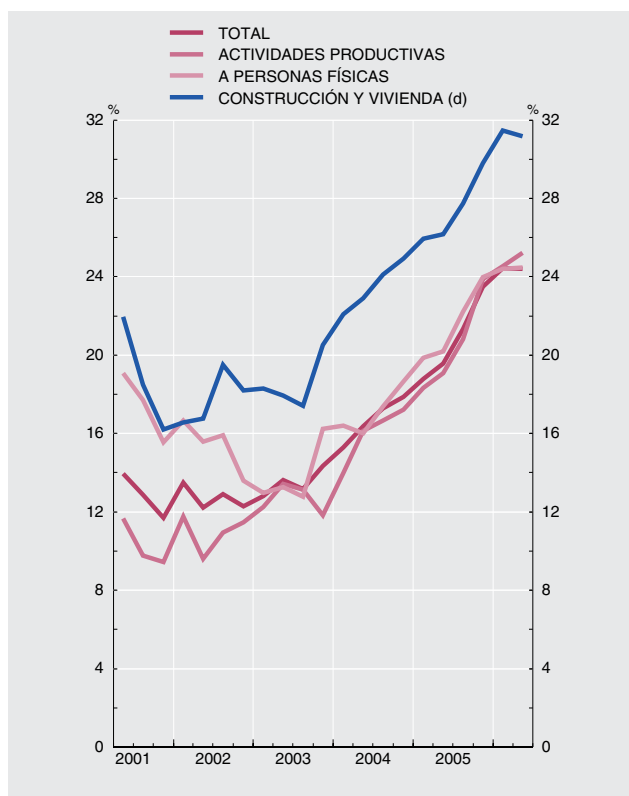
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

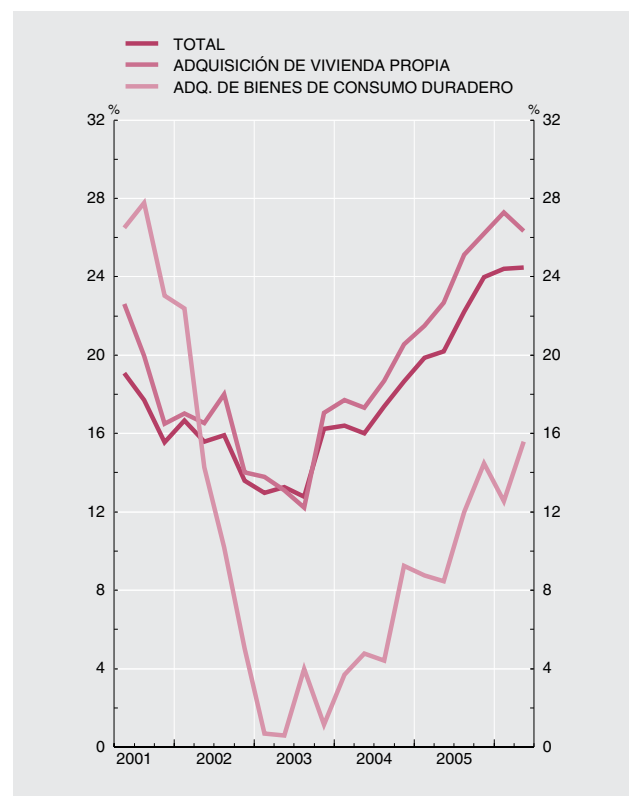
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas							Otras financ. a personas físicas por func. de gasto				Finan- ciación a institu- ciones privadas sin fines de lucro	Sin clasi- ficar	Pro me- moría: construc- ción y vivienda (d)
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)				
						Del cual	Total								
												Servicios inmobili- arios			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
03	802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	79 792	372 013	275 958	263 192	35 136	60 919	3 002	15 212	421 534
04	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	114 410	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	526 608
05	R1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	166 334	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	713 067
02 /	640 193	334 865	13 420	82 689	47 487	191 269	45 605	293 673	214 354	205 404	34 671	44 648	2 382	9 273	307 446
II	664 446	343 191	13 980	81 235	50 770	197 207	48 576	308 555	225 521	216 080	35 466	47 568	2 287	10 413	324 867
III	680 806	351 950	14 281	82 834	53 777	201 057	51 298	316 697	234 668	224 849	35 072	46 957	2 339	9 820	339 744
IV	701 663	368 466	15 122	85 762	57 376	210 206	57 295	320 053	235 086	224 830	34 741	50 227	2 324	10 819	349 757
03 /	722 204	375 901	15 138	86 559	56 975	217 229	62 226	331 747	244 498	233 729	34 910	52 339	2 285	12 271	363 698
II	754 872	389 249	15 712	87 015	59 431	227 091	67 740	349 500	256 010	244 414	35 676	57 814	2 512	13 608	383 181
III	770 523	398 206	16 462	87 240	61 902	232 601	72 545	357 146	264 453	252 316	36 468	56 225	2 651	12 520	398 900
IV	802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	79 792	372 013	275 958	263 192	35 136	60 919	3 002	15 212	421 534
04 /	832 734	428 517	16 973	85 326	68 171	258 047	87 073	386 179	288 736	275 107	36 201	61 242	3 108	14 930	443 980
II	878 477	452 030	17 102	86 636	72 362	275 930	97 040	405 486	301 537	286 744	37 374	66 575	3 183	17 777	470 939
III	903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	104 592	419 230	315 021	299 447	38 075	66 134	3 426	16 355	495 107
IV	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	114 410	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	526 608
05 /	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	123 982	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	559 160
II	R1 085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	139 010	516 384	394 989	375 523	42 531	78 864	4 200	20 687	623 805
III	1 131 240	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	148 623	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	662 066
IV	1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	166 334	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	713 067
06 /	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	186 475	604 878	471 966	449 246	46 320	86 592	4 788	18 813	764 623
II	1 350 191	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	203 879	642 698	498 248	474 404	49 161	95 289	5 109	21 077	818 322

CRÉDITO POR FINALIDADES
Tasas de variación interanual (c)



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS
Tasas de variación interanual (c)



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en www.bde.es.

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto.

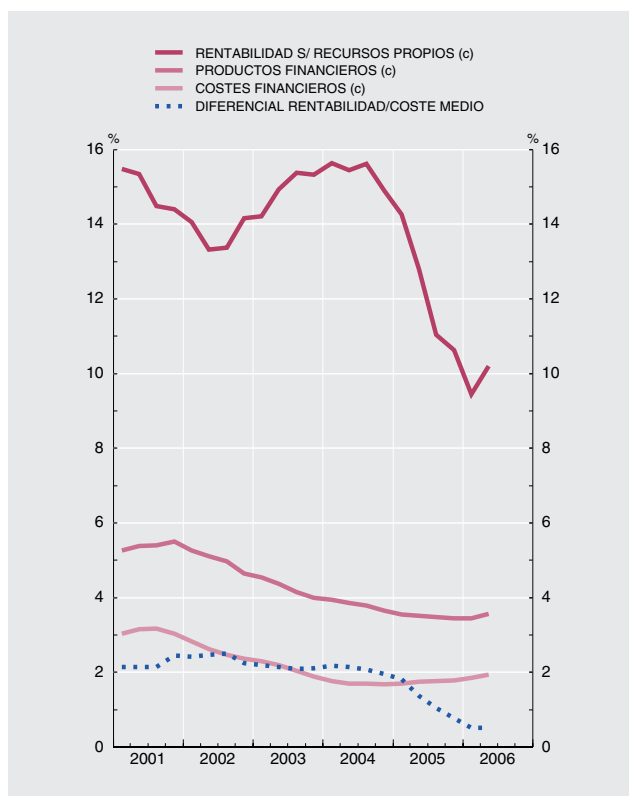
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje			
	Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros pto. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:	Del cual De personal	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
03		4,2	1,8	2,5	0,3	2,7	1,6	0,9	1,2	-1,0	0,8	14,5	4,3	2,2
04		3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-1,6	0,7	11,6	3,9	1,9
05	R	3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,8	0,9	10,0	2,8	0,8
03 //		4,0	1,9	2,1	0,8	2,9	1,6	1,0	1,3	-0,2	1,0	17,9	4,7	2,5
03 ///		3,7	1,7	2,0	0,7	2,6	1,6	0,9	1,0	-0,2	0,8	14,1	4,4	2,3
03 IV		4,2	1,8	2,5	0,3	2,7	1,6	0,9	1,2	-0,4	0,8	14,5	4,3	2,2
04 /		3,8	1,7	2,2	0,7	2,9	1,5	0,9	1,4	-0,5	0,9	16,0	4,2	2,0
04 //		3,7	1,7	2,0	0,7	2,7	1,5	0,9	1,2	-0,3	0,9	17,2	4,1	1,9
04 ///		3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,9	1,0	-0,2	0,8	14,8	4,0	1,9
04 IV		3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-0,6	0,7	11,6	3,9	1,9
05 /		3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,8	1,0	-0,2	0,8	13,5	3,8	1,9
05 //	R	3,5	1,8	1,7	0,9	2,6	1,3	0,8	1,3	-0,2	1,1	11,4	3,0	2,0
05 ///		3,3	1,8	1,5	0,6	2,1	1,2	0,8	0,9	-0,2	0,7	7,7	3,3	2,0
05 IV		3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,2	0,9	10,0	2,8	0,8
06 /		3,4	2,0	1,4	0,8	2,2	1,2	0,7	1,0	-0,2	0,8	8,7	2,6	2,1
06 //		4,0	2,2	1,8	0,8	2,6	1,1	0,7	1,5	-0,2	1,2	14,4	2,7	0,5

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por recursos propios (capital, reservas, fondo para riesgos generales menos pérdidas de ejercicios anteriores y activos inmateriales).

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

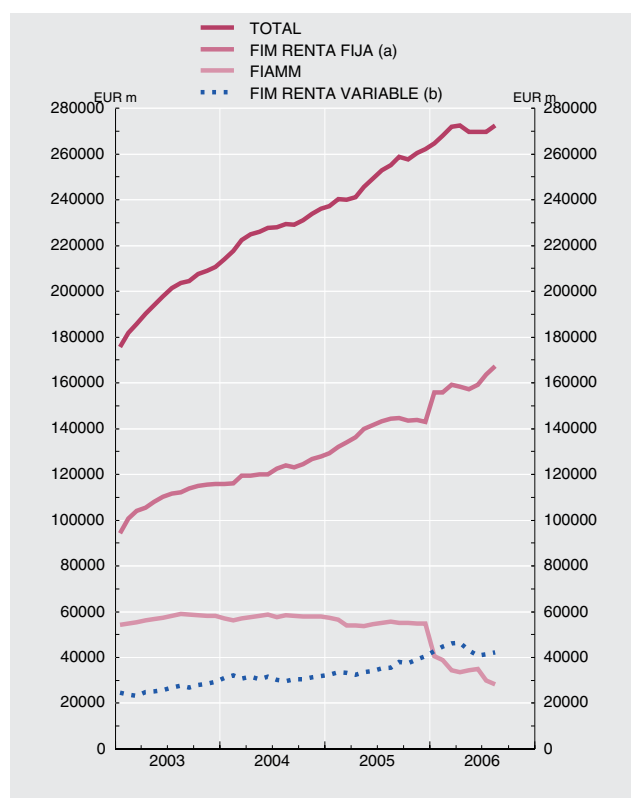
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

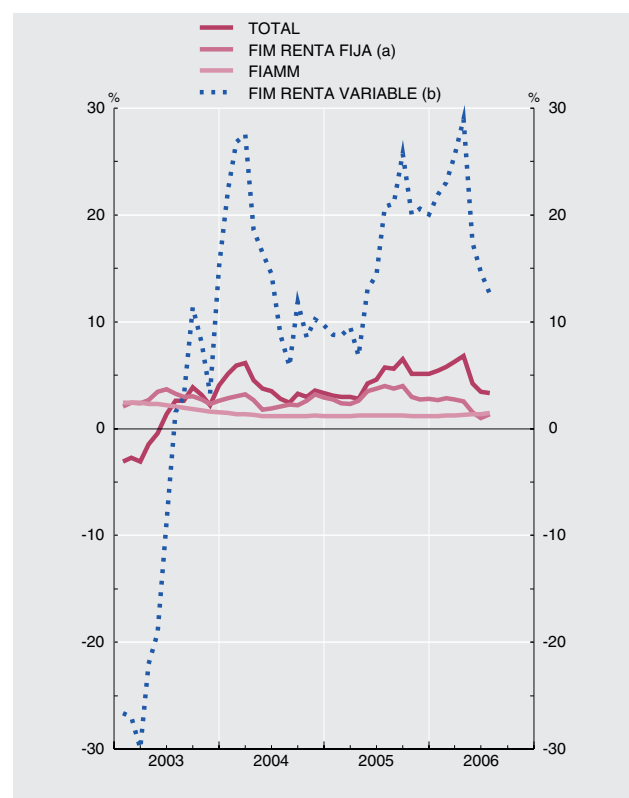
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)
	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
03	210 627	35 894	28 077	4,0	58 054	4 688	3 830	1,5	115 819	23 077	20 129	2,6	29 401	3 334	-202	15,1	7 353
04	236 088	25 461	18 250	3,3	57 989	-66	-744	1,2	127 735	11 917	10 445	2,9	32 023	2 622	480	9,7	18 341
05	262 201	26 113	14 270	5,1	54 751	-3 237	-3 881	1,2	143 047	15 312	12 061	2,8	40 672	8 649	2 303	20,0	23 730
05 May	245 737	4 586	1 908	4,2	53 820	-243	-296	1,2	139 748	3 622	2 676	3,5	33 512	1 179	-338	13,0	18 657
Jun	249 193	3 456	1 493	4,6	54 626	806	751	1,2	141 550	1 803	1 137	3,7	34 116	603	-341	14,4	18 901
Jul	252 926	3 733	2 021	5,7	54 983	357	305	1,2	143 341	1 791	1 331	4,0	35 341	1 225	87	20,7	19 260
Ago	255 127	2 201	2 256	5,6	55 571	588	531	1,2	144 425	1 083	1 008	3,7	35 532	191	358	21,1	19 599
Sep	258 684	3 557	823	6,5	55 015	-556	-607	1,2	144 713	288	125	4,0	38 163	2 631	749	25,7	20 793
Oct	257 516	-1 168	774	5,1	55 136	121	75	1,2	143 442	-1 271	-348	3,0	37 353	-810	169	20,0	21 585
Nov	260 502	2 986	1 188	5,1	54 861	-275	-318	1,2	143 658	216	-208	2,7	39 218	1 865	860	20,6	22 766
Dic	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
06 Ene	264 634	2 433	1 900	5,4	40 547	-14 204	-14 252	1,2	155 770	12 723	13 794	2,6	42 740	2 067	687	21,9	25 577
Feb	267 936	3 302	1 256	5,8	38 864	-1 683	-1 728	1,2	155 851	81	-568	2,9	44 789	2 049	822	23,0	28 432
Mar	271 765	3 829	-1 774	6,2	34 355	-4 509	-4 549	1,2	159 303	3 452	-1 424	2,7	46 155	1 366	925	25,6	31 952
Abr	272 560	795	197	6,8	33 513	-842	-890	1,3	158 228	-1 075	-1 505	2,6	46 507	352	274	29,0	34 312
May	269 710	-2 850	307	4,2	34 423	910	869	1,3	157 089	-1 139	-492	1,5	42 938	-3 570	-1 602	17,4	35 261
Jun	269 778	68	-360	3,5	34 899	476	427	1,4	159 209	2 120	1 945	1,0	40 727	-2 211	-2 223	14,6	34 943
Jul	269 647	-131	-1 722	3,3	30 010	-4 889	-4 939	1,4	163 570	4 362	3 662	1,3	41 501	774	99	12,6	34 566
Ago	P 272 394	2 747	...	...	28 307	-1 703	...	...	167 323	3 753	...	...	42 273	772	...	...	34 491

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

b. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

c. Fondos globales.

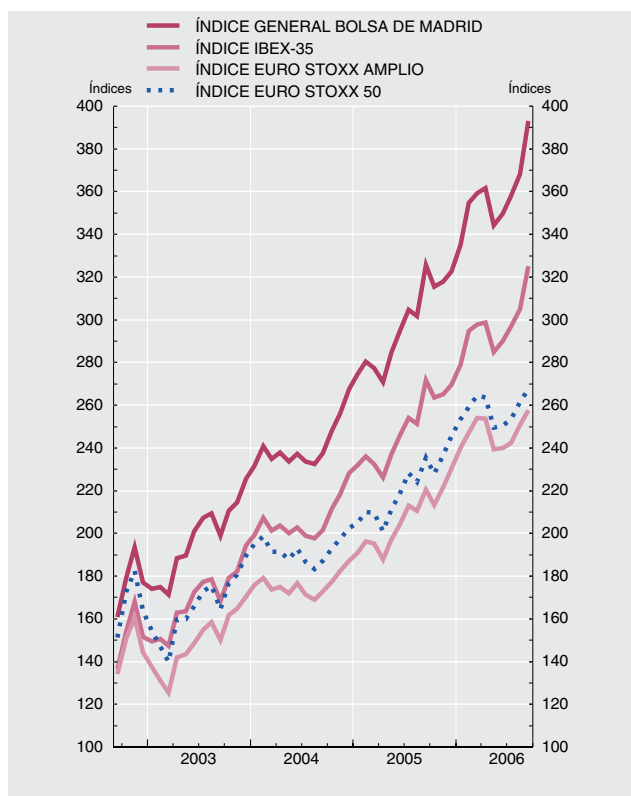
8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

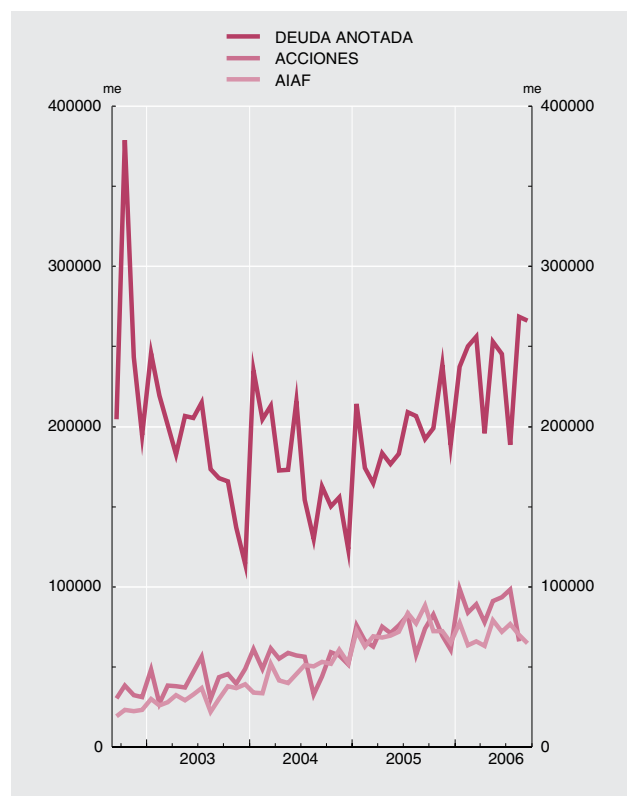
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
04	863,25	8 195,58	251,25	2 800,48	643 542	82 790	2 090 447	566 600	-	8 495	0	4 473
05	1 066,43	9 903,47	295,18	3 222,05	853 971	93 191	2 330 021	872 299	-	11 356	-	5 050
06	A 1 283,32	11 817,27	352,91	3 760,08	698 636	65 683	2 160 368	632 677	-	9 271	-	4 767
05 Jun	1 055,65	9 783,20	291,17	3 181,54	76 059	7 417	183 058	71 904	...	910	...	414
Jul	1 092,02	10 115,60	303,84	3 326,51	82 379	7 739	209 001	83 492	...	779	...	412
Ago	1 080,50	10 008,90	300,62	3 263,78	57 371	7 787	206 603	76 957	...	840	...	396
Sep	1 166,48	10 813,90	314,81	3 428,51	73 796	7 603	192 091	88 115	...	1 914	...	433
Oct	1 130,60	10 493,80	304,53	3 320,15	82 639	6 764	198 843	72 176	...	935	...	463
Nov	1 138,53	10 557,80	316,42	3 447,07	69 451	9 853	238 405	72 176	...	972	...	441
Dic	1 156,21	10 733,90	328,92	3 578,93	60 709	8 885	188 813	65 300	...	1 313	...	408
06 Ene	1 199,80	11 104,30	342,50	3 691,41	98 821	6 993	237 197	77 566	...	1 223	...	475
Feb	1 271,16	11 740,70	352,80	3 774,51	84 021	7 818	250 052	63 474	...	917	...	466
Mar	1 287,25	11 854,30	362,83	3 853,74	89 034	9 233	256 046	66 038	...	1 694	...	521
Abr	1 295,56	11 892,50	362,34	3 839,90	77 956	6 631	195 661	63 194	...	1 048	...	477
May	1 233,86	11 340,50	341,54	3 637,17	91 045	8 961	252 818	79 070	...	1 057	...	663
Jun	1 252,61	11 548,10	342,65	3 648,92	93 550	8 216	245 355	72 002	...	1 174	...	586
Jul	1 283,05	11 818,00	346,10	3 691,87	98 318	10 674	188 658	76 778	...	704	...	497
Ago	1 319,76	12 144,70	357,92	3 808,70	65 891	7 157	268 624	69 876	...	556	...	488
Sep	P 1 409,08	12 934,70	367,92	3 899,41	...	...	265 956	64 678	...	898	...	595

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

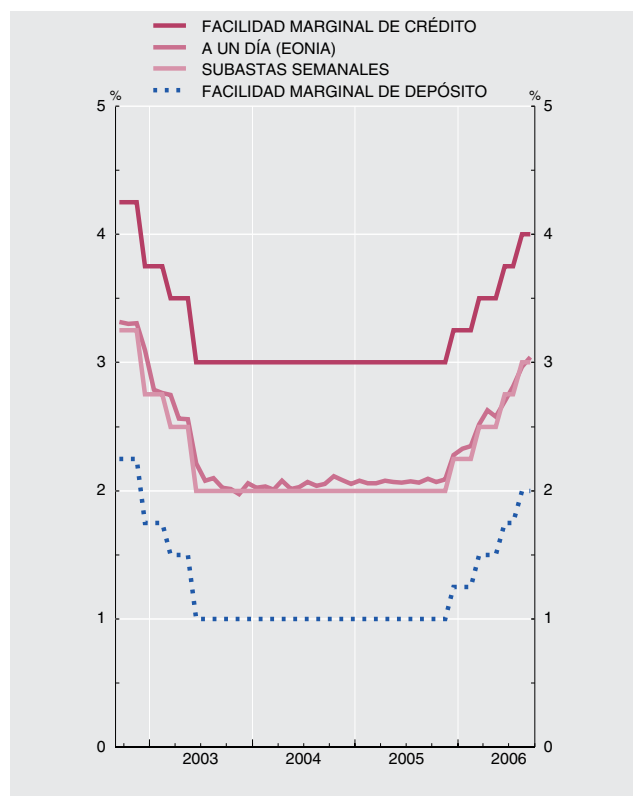
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

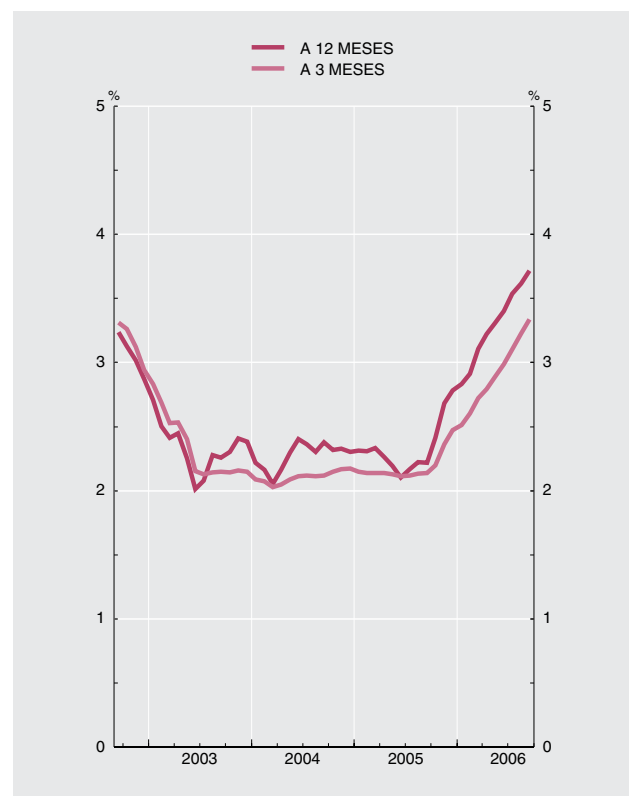
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario												
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España							
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles				Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
04	2,00	2,12	3,00	1,00	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	2,04	2,06	2,10	2,29	1,99	1,99	1,99	2,14
05	2,25	2,45	3,25	1,25	2,09	2,14	2,19	2,24	2,33	2,09	2,13	2,18	2,34	2,04	2,05	2,07	2,23
06	A	-	3,30	4,00	2,66	2,77	2,91	3,07	3,30	2,66	2,75	2,90	3,30	2,57	2,65	2,77	3,06
05 Jun	2,00	2,06	3,00	1,00	2,06	2,10	2,11	2,11	2,10	2,06	2,08	2,10	2,11	2,02	2,01	2,01	2,01
Jul	2,00	2,07	3,00	1,00	2,07	2,11	2,12	2,14	2,17	2,06	2,09	2,11	2,15	2,03	2,00	2,01	2,04
Ago	2,00	-	3,00	1,00	2,06	2,11	2,13	2,16	2,22	2,07	2,09	2,13	2,23	2,04	2,03	2,04	2,12
Sep	2,00	2,09	3,00	1,00	2,09	2,12	2,14	2,17	2,22	2,09	2,09	2,13	2,25	2,09	2,04	2,04	2,13
Oct	2,00	2,17	3,00	1,00	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	2,07	2,11	2,19	2,44	2,02	2,04	2,08	-
Nov	2,00	-	3,00	1,00	2,09	2,22	2,36	2,50	2,68	2,09	2,21	2,36	2,68	1,95	2,11	2,23	2,62
Dic	2,25	2,45	3,25	1,25	2,28	2,41	2,47	2,60	2,78	2,28	2,40	2,47	2,78	2,22	2,28	2,32	2,69
06 Ene	2,25	2,47	3,25	1,25	2,33	2,39	2,51	2,65	2,83	2,32	2,37	2,50	2,84	2,27	2,27	2,40	2,73
Feb	2,25	2,57	3,25	1,25	2,35	2,46	2,60	2,73	2,91	2,34	2,44	2,60	2,92	2,25	2,36	2,47	2,78
Mar	2,50	2,73	3,50	1,50	2,52	2,63	2,72	2,87	3,11	2,52	2,61	2,72	3,12	2,46	2,51	2,60	2,96
Abr	2,50	2,76	3,50	1,50	2,63	2,65	2,79	2,96	3,22	2,62	2,63	2,78	3,24	2,55	2,53	2,63	3,14
May	2,50	-	3,50	1,50	2,58	2,69	2,89	3,06	3,31	2,58	2,67	2,88	3,32	2,44	2,55	2,75	3,17
Jun	2,75	3,00	3,75	1,75	2,70	2,87	2,99	3,16	3,40	2,69	2,85	2,98	3,43	2,61	2,76	2,84	-
Jul	2,75	3,08	3,75	1,75	2,81	2,94	3,10	3,29	3,54	2,81	2,92	3,09	3,53	2,74	2,82	2,95	-
Ago	3,00	3,20	4,00	2,00	2,97	3,09	3,23	3,41	3,62	2,96	3,08	3,22	3,61	2,85	2,99	3,07	-
Sep	3,00	3,30	4,00	2,00	3,04	3,16	3,34	3,53	3,72	3,03	3,14	3,33	3,70	2,96	3,03	3,18	3,55

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

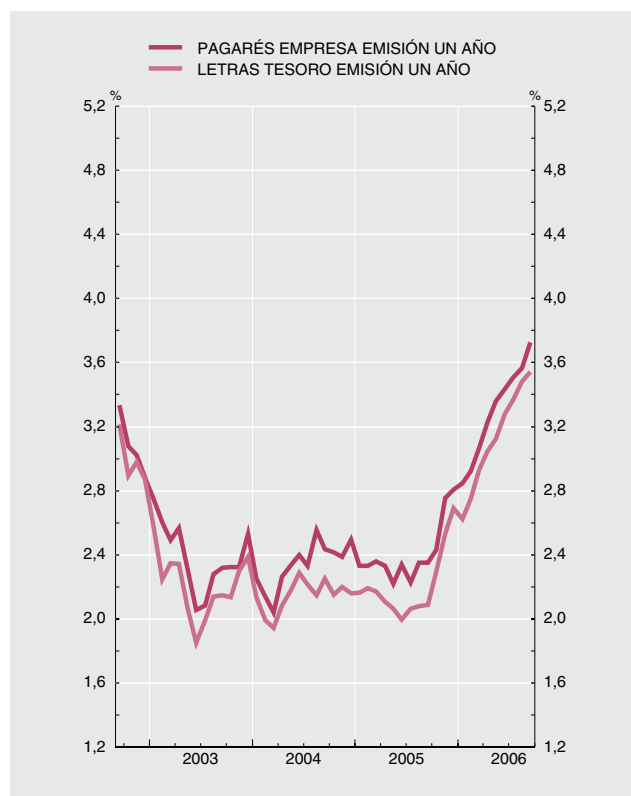
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

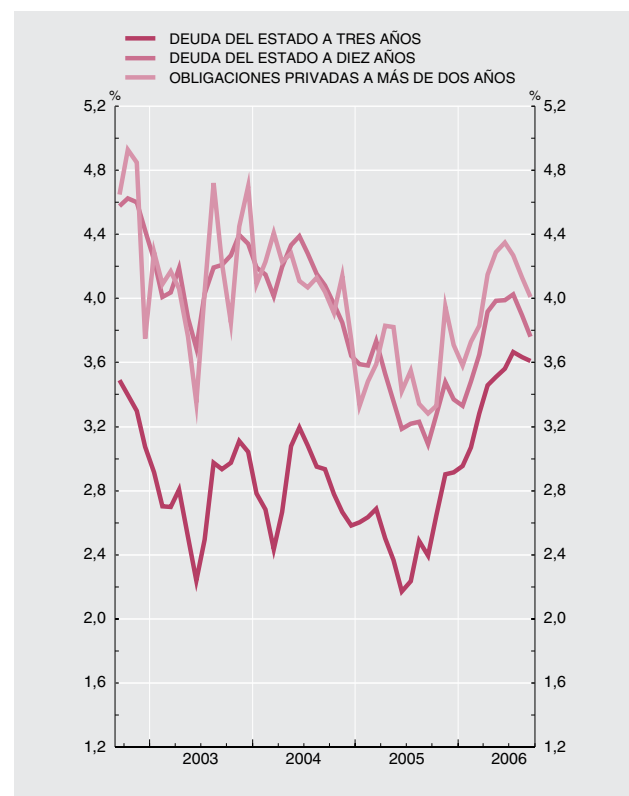
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo									Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado									
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta				
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
04		2,15	2,17	2,34	2,25	2,79	3,22	4,02	4,27	4,73	2,82	4,10	4,11	
05		2,20	2,19	2,40	2,36	2,38	2,89	3,44	3,70	3,84	2,55	3,39	3,55	
06	A	3,13	3,12	3,30	3,29	3,28	3,54	3,76	-	4,04	3,42	3,78	4,04	
05 Jun		2,00	1,98	2,34	2,17	2,14	-	-	-	3,92	2,17	3,19	3,42	
Jul		2,06	2,03	2,23	2,18	-	2,64	-	-	-	2,24	3,22	3,55	
Ago		2,08	2,10	2,35	2,25	-	-	-	-	-	2,49	3,23	3,34	
Sep		2,09	2,05	2,35	2,27	2,18	-	3,17	-	-	2,40	3,09	3,28	
Oct		2,29	2,30	2,43	2,44	-	-	-	-	3,77	2,65	3,27	3,33	
Nov		2,53	2,42	2,75	2,66	2,62	-	3,48	-	-	2,90	3,48	3,95	
Dic		2,69	2,63	2,81	2,84	-	3,03	-	-	-	2,91	3,37	3,71	
06 Ene		2,62	2,66	2,85	2,87	2,93	-	3,31	-	-	2,95	3,33	3,58	
Feb		2,75	2,77	2,92	2,93	3,09	-	-	-	3,81	3,07	3,48	3,73	
Mar		2,93	2,87	3,07	3,07	-	3,27	3,70	-	-	3,28	3,65	3,83	
Abr		3,05	3,06	3,23	3,20	3,43	-	-	-	4,27	3,46	3,92	4,15	
May		3,12	3,28	3,36	3,28	-	-	4,05	-	-	3,51	3,99	4,29	
Jun		3,28	3,25	3,43	3,33	-	3,69	-	-	-	3,56	3,99	4,35	
Jul		3,37	3,34	3,50	3,55	3,68	-	3,99	-	-	3,66	4,02	4,27	
Ago		3,48	3,43	3,57	3,59	-	-	-	-	-	3,63	3,89	4,13	
Sep		3,54	3,43	3,73	3,76	-	3,68	-	-	4,03	3,61	3,76	4,01	

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

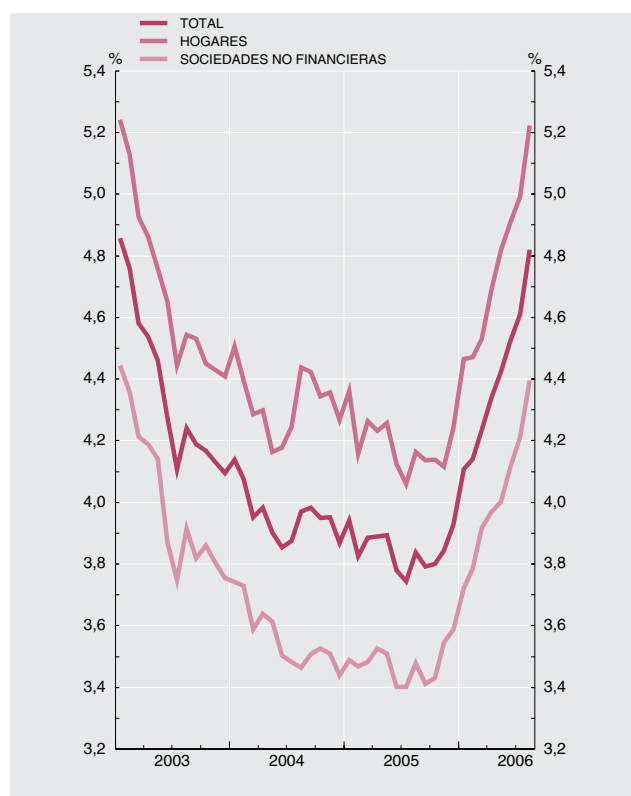
9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)								
	Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		Tipo sintético	Vi-vienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (b)		Tipo sintético	A la vista y pre-aviso	Depósitos a plazo	Cesio-nes tempo-rales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a pla-zo	Cesio-nes tempo-rales
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
04		3,87	4,27	3,39	6,27	3,44	4,12	3,01	1,17	1,15	0,39	2,06	2,11	1,24	0,68	2,06
05		3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22
06	A	4,82	5,22	4,41	7,41	4,40	4,86	3,99	1,64	1,61	0,47	2,90	2,85	1,76	1,10	2,88
05 Ene		3,94	4,36	3,43	6,53	3,49	4,21	2,89	1,16	1,14	0,39	2,02	2,04	1,23	0,73	2,05
Feb		3,83	4,16	3,44	5,85	3,47	4,09	2,91	1,16	1,15	0,40	2,04	2,09	1,20	0,70	2,03
Mar		3,89	4,26	3,42	6,26	3,48	4,04	2,98	1,15	1,13	0,39	2,03	2,06	1,19	0,70	2,03
Abr		3,89	4,23	3,41	6,18	3,53	4,03	3,01	1,15	1,13	0,39	2,02	2,08	1,21	0,72	2,02
May		3,89	4,26	3,42	6,25	3,51	4,06	2,99	1,14	1,12	0,38	2,02	2,08	1,19	0,73	1,97
Jun		3,78	4,12	3,35	5,99	3,40	4,00	2,99	1,13	1,13	0,40	2,04	2,08	1,15	0,67	2,01
Jul		3,74	4,06	3,29	5,99	3,40	3,95	2,99	1,12	1,11	0,40	2,00	2,07	1,16	0,71	2,02
Ago		3,84	4,16	3,29	6,38	3,48	4,01	2,92	1,16	1,14	0,40	2,05	2,09	1,23	0,73	2,11
Sep		3,79	4,14	3,28	6,32	3,41	3,88	2,97	1,15	1,13	0,40	2,04	2,11	1,21	0,73	2,05
Oct		3,80	4,14	3,31	6,27	3,43	3,91	2,98	1,15	1,14	0,39	2,07	2,01	1,20	0,73	2,03
Nov		3,84	4,12	3,35	6,07	3,55	3,93	3,16	1,20	1,18	0,40	2,16	1,98	1,26	0,76	2,16
Dic		3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22
06 Ene		4,11	4,46	3,67	6,56	3,72	4,27	3,27	1,31	1,29	0,42	2,34	2,22	1,39	0,88	2,25
Feb		4,14	4,47	3,78	6,30	3,79	4,28	3,37	1,31	1,29	0,44	2,32	2,24	1,39	0,87	2,33
Mar		4,23	4,53	3,84	6,36	3,92	4,35	3,56	1,39	1,38	0,45	2,49	2,49	1,44	0,89	2,46
Abr		4,34	4,69	3,93	6,70	3,97	4,46	3,56	1,41	1,39	0,45	2,51	2,51	1,48	0,91	2,52
May		4,42	4,82	4,10	6,74	4,00	4,54	3,58	1,43	1,42	0,44	2,58	2,45	1,48	0,92	2,51
Jun		4,52	4,91	4,19	6,78	4,11	4,59	3,78	1,47	1,43	0,43	2,63	2,61	1,58	0,95	2,81
Jul		4,61	4,99	4,29	6,87	4,21	4,72	3,87	1,57	1,54	0,45	2,83	2,70	1,65	1,03	2,81
Ago	P	4,82	5,22	4,41	7,41	4,40	4,86	3,99	1,64	1,61	0,47	2,90	2,85	1,76	1,10	2,88

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

a. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

b. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

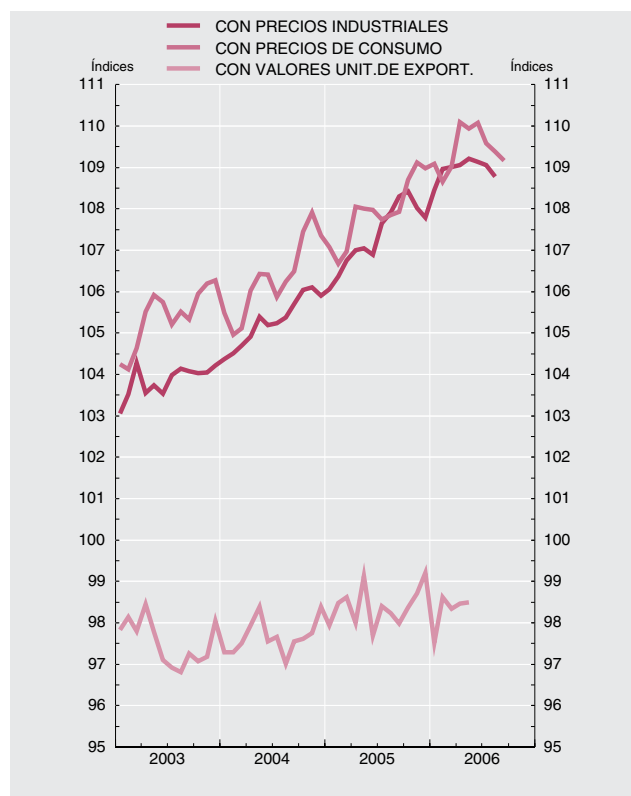
c. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 15 Y A LA ZONA DEL EURO

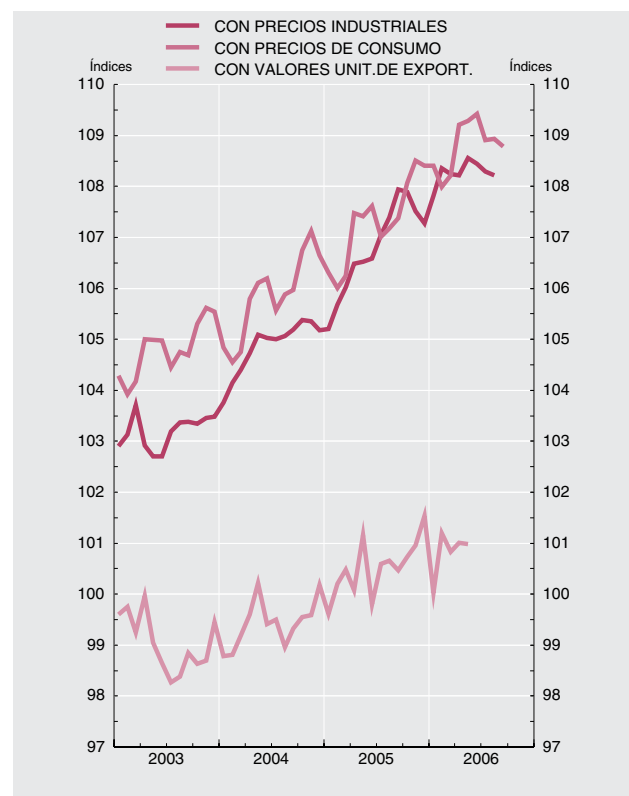
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 15)									Frente a la zona del euro (a)			
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones				
	(a) 1	(a) 2	3	(a) 4	5	6	7	8	9	(a) 10	(a) 11	12	(a) 13
03	103,9	105,4	103,9	97,5	100,1	103,7	105,2	103,7	97,4	103,2	104,8	103,1	99,0
04	105,3	106,3	107,0	97,7	99,9	105,4	106,4	107,1	97,7	104,9	105,9	106,1	99,4
05	107,4	107,9	111,4	98,4	100,1	107,3	107,9	111,3	98,3	106,8	107,3	110,8	100,5
04 III	105,4	106,2	107,0	97,4	99,8	105,6	106,4	107,2	97,6	105,1	105,8	106,3	99,3
IV	106,0	107,6	109,8	97,9	100,2	105,8	107,4	109,6	97,8	105,3	106,8	108,7	99,8
05 I	106,4	106,9	110,8	98,3	100,2	106,2	106,7	110,6	98,2	105,6	106,2	109,9	100,1
II	107,0	108,0	111,1	98,3	100,0	107,0	108,1	111,2	98,3	106,5	107,5	110,5	100,4
III	107,9	107,8	111,5	98,2	100,1	107,9	107,8	111,4	98,1	107,5	107,2	110,9	100,6
IV	108,1	108,9	112,2	98,8	100,0	108,0	108,9	112,2	98,7	107,6	108,3	111,9	101,1
06 I	108,8	108,9	112,6	98,1	100,1	108,7	108,8	112,5	98,0	108,1	108,2	112,2	100,7
II	109,1	110,0	112,2	...	100,1	109,0	109,9	112,0	...	108,4	109,3	111,8	...
05 Dic	107,8	109,0	...	99,2	100,0	107,8	109,0	...	99,2	107,3	108,4	...	101,5
06 Ene	108,5	109,1	...	97,5	100,1	108,3	109,0	...	97,4	107,8	108,4	...	100,0
Feb	109,0	108,6	...	98,6	100,1	108,9	108,6	...	98,6	108,4	108,0	...	101,2
Mar	109,0	109,0	...	98,3	100,2	108,8	108,8	...	98,2	108,2	108,2	...	100,8
Abr	109,1	110,1	...	98,5	100,3	108,8	109,8	...	98,2	108,2	109,2	...	101,0
May	109,2	109,9	...	98,5	100,1	109,1	109,9	...	98,4	108,6	109,3	...	101,0
Jun	109,1	110,1	...	...	100,1	109,0	110,0	...	...	108,4	109,4	...	...
Jul	109,1	109,6	...	...	100,1	108,9	109,5	...	...	108,3	108,9	...	...
Ago	108,8	109,4	...	...	99,9	108,9	109,5	...	...	108,2	108,9	...	...
Sep	...	109,2	...	...	99,9	...	109,3	...	...	...	108,8	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 15)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997.

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

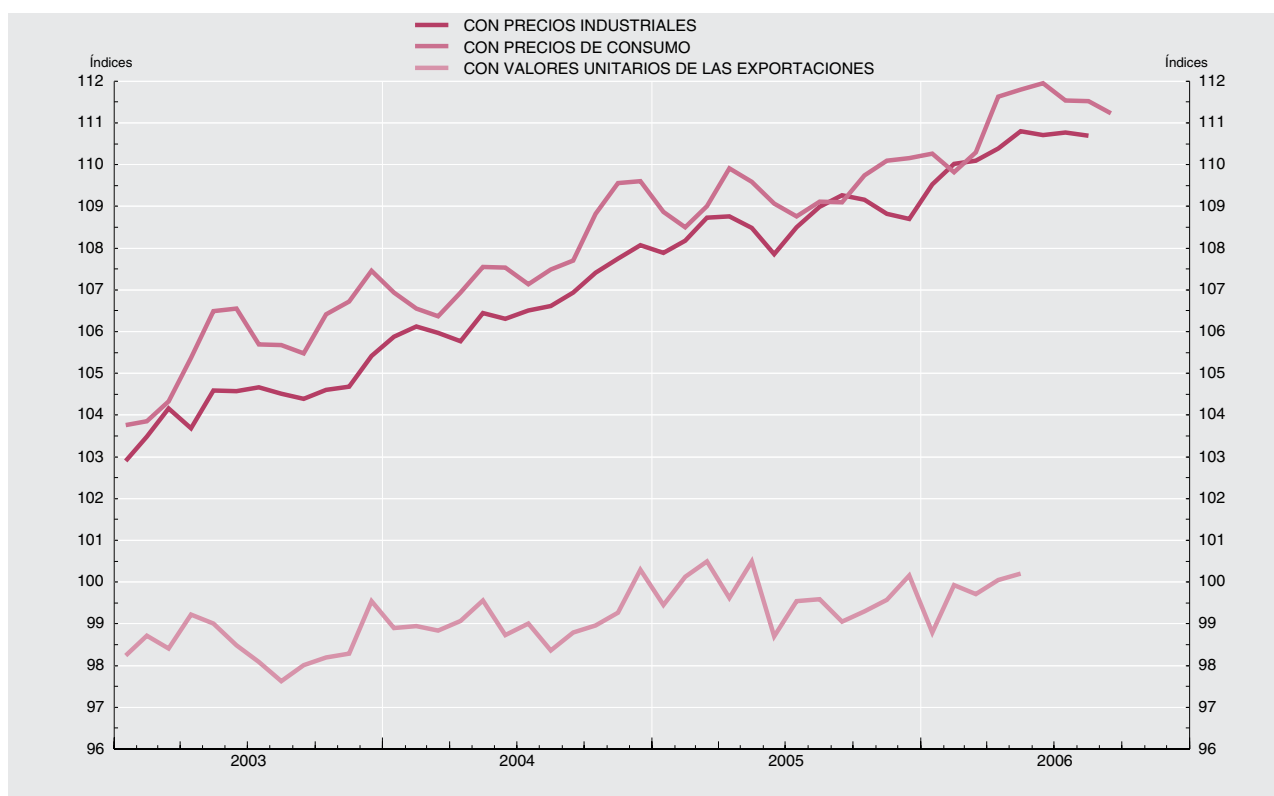
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)			
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
03	104,3	105,7	105,3	98,5	100,0	104,3	105,7	105,2	98,5
04	106,6	107,7	109,6	99,1	100,8	105,8	106,9	108,8	98,3
05	108,6	109,3	113,7	99,7	100,9	107,7	108,4	112,7	98,8
04 III	106,7	107,4	109,5	98,7	100,5	106,1	106,9	108,9	98,2
IV	107,7	109,3	112,7	99,5	101,4	106,3	107,9	111,2	98,2
05 I	108,3	108,8	113,8	100,0	101,5	106,7	107,2	112,1	98,6
II	108,4	109,5	113,5	99,6	100,9	107,4	108,6	112,5	98,7
III	108,9	109,0	113,5	99,4	100,7	108,2	108,2	112,7	98,7
IV	108,9	110,0	114,0	99,7	100,6	108,3	109,4	113,4	99,1
06 I	109,9	110,1	114,6	99,5	100,8	109,0	109,3	113,7	98,7
II	110,6	111,8	114,6	...	101,3	109,2	110,4	113,2	...
05 Dic	108,7	110,2	...	100,2	100,6	108,1	109,6	...	99,6
06 Ene	109,5	110,3	...	98,8	100,8	108,7	109,4	...	98,0
Feb	110,0	109,8	...	99,9	100,7	109,3	109,1	...	99,3
Mar	110,1	110,3	...	99,7	100,9	109,2	109,3	...	98,9
Abr	110,4	111,6	...	100,0	101,2	109,1	110,3	...	98,9
May	110,8	111,8	...	100,2	101,3	109,4	110,4	...	98,9
Jun	110,7	111,9	...	...	101,4	109,2	110,5	...	...
Jul	110,8	111,5	...	...	101,5	109,2	109,9	...	...
Ago	110,7	111,5	...	...	101,5	109,1	109,9	...	...
Sep	...	111,2	...	...	101,4	...	109,7	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997.

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

JUL-AGO 2005	Informe trimestral de la economía española 11 La evolución del endeudamiento de las Administraciones Públicas: 2000-2004 75 El impacto de China en la inversión extranjera directa hacia América Latina 85 Los depósitos auxiliares del Banco de España 95 Regulación financiera: segundo trimestre de 2005 105
SEP 2005	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre del año 2005 29 La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2005, según la Encuesta de Población Activa 45 Informe semestral de la economía latinoamericana 55 Encuesta sobre Préstamos Bancarios: segundo trimestre de 2005 85 Las decisiones de gasto de las familias españolas y sus principales determinantes 95 El grado de flexibilidad de los precios de consumo en la zona del euro 107 Las entidades de tasación: actividad en 2004 115
OCT 2005	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11 Informe trimestral de la economía española 23 Efectos del tipo de cambio sobre la inflación, la actividad y el comercio: evidencia para España y la zona del euro 87 Heterogeneidad en los mercados de trabajo regionales 101 Una primera evaluación del posible impacto de la nueva regulación contable y de recursos propios sobre el negocio hipotecario 113 Impacto fiscal del anuncio de regímenes cambiarios en los países emergentes 125 Los establecimientos de cambio y transferencias de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2004 135 Regulación financiera: tercer trimestre de 2005 147 El análisis de la economía española 157
NOV 2005	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en 2004 y hasta el tercer trimestre de 2005 29 La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2005, según la Encuesta de Población Activa 53 Las estrategias de formación de precios de las empresas españolas 65 Los diferenciales de inflación en la UEM: el caso de la economía española 79 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2005 93
DIC 2005	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución de las exportaciones en el área del euro: una comparación con Estados Unidos y el Reino Unido 29 La evolución de los precios de los alimentos: ¿existen diferencias por tipo de establecimiento? 43 Nuevos instrumentos de titulización de pasivos empresariales: características e implicaciones 53 La investigación inédita de Pedro Martínez Méndez sobre el Tesoro y el Banco de España entre 1900 y 1936 67
ENE 2006	Informe trimestral de la economía española 11 Una comparación de las proyecciones de población para España, la zona del euro y Estados Unidos 77 Las encuestas de opinión y el análisis de coyuntura de la actividad real de la UEM 87 Las facilidades financieras del FMI: señalización frente al aseguramiento 105 Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005 119
FEB 2006	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro durante el año 2005, según la Encuesta de Población Activa 29 Algunos rasgos estructurales del sector de servicios en España 41 Diferencias salariales entre los sectores público y privado en las regiones españolas 57 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2006 67 Canales de reciclaje internacional de los petrodólares 77 Una valoración de los procesos de fusión en el sector financiero europeo 91
MAR 2006	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre del año 2005 y avance de cierre del ejercicio 29 La construcción en España 45

	La interacción entre el precio de la vivienda y el crédito a hogares destinado a su adquisición	63
	La financiación del déficit exterior de la economía española	71
	Informe semestral de economía latinoamericana	85
	Los efectos económicos de la política fiscal en España	115
ABR 2006	Informe trimestral de la economía española	11
	Algunos rasgos de la supervivencia de empresas en España	75
	La posición financiera de las pequeñas empresas españolas	85
	La acumulación de reservas de divisas por los bancos centrales asiáticos y su impacto sobre los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos	95
	Regulación financiera: primer trimestre de 2006	105
MAY 2006	Evolución reciente de la economía española	11
	La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa	29
	La Muestra Continua de Vidas Laborales de la Seguridad Social	39
	La inversión colectiva en activos inmobiliarios: un análisis comparado del caso español	55
	La sostenibilidad de la deuda pública y el carácter procíclico de las políticas fiscales en América Latina	65
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2006	77
	Las sociedades de garantía recíproca. Actividad y resultados en 2005	87
JUN 2006	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2006	29
	Indicadores de expectativas de inflación para la economía española	45
	El precio de la vivienda en España: ¿es robusta la evidencia de sobrevaloración?	57
	Una nota teórica sobre el papel del acceso al crédito en el comportamiento del precio de la vivienda	67
	La evolución de los «otros intermediarios financieros» y su impacto sobre los agregados monetarios	75
	Evolución de la dispersión salarial en España	83
	El tipo de cambio real, la dolarización financiera y el empleo industrial en América Latina	95
JUL-AGO 2006	Informe trimestral de la economía española	11
	Características de la reciente expansión inmobiliaria en una perspectiva de medio plazo	77
	Las medidas de la política de vivienda en materia de alquileres y vivienda protegida	89
	Un índice de condiciones monetarias y presupuestarias	99
	Divergencias macroeconómicas entre los países de la UE: magnitud, causas e implicaciones	111
	El efecto catalítico del Fondo Monetario Internacional sobre los flujos de capital privado hacia las economías emergentes	127
	Las remesas de emigrantes en la Balanza de Pagos española	139
	Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2005	167
	Regulación financiera: segundo trimestre del año 2006	179
SEP 2006	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2006	29
	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa	45
	Actualización de las estimaciones de la tasa de desempleo estructural de la economía española	55
	Cambios estructurales en la productividad del trabajo: Estados Unidos frente a la UE	63
	Informe semestral de economía latinoamericana	73
	Proximidad, comercio internacional y crecimiento económico	105
	El proyecto de integración de los sistemas de pagos minoristas de la UEM	115
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2006	127
	Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2005	137
OCT 2006	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	11
	Informe trimestral de la economía española	21
	La cuota de los productos españoles en los mercados internacionales	89
	Competencia y ajustes de precios en España y en el área del euro	101
	La Encuesta sobre Préstamos Bancarios: un análisis de tres años de resultados	111
	Las remesas de emigrantes y el papel de la banca en la profundización financiera de los países receptores	129
	Regulación financiera: tercer trimestre de 2006	143

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.ª TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de las publicaciones estadísticas, Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 28 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0530 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: A test of the law of one price in retail banking.
- 0531 GABRIEL JIMÉNEZ Y JESÚS SAURINA: Credit cycles, credit risk and prudential regulation.
- 0532 BEATRIZ DE-BLAS-PÉREZ: Exchange rate dynamics in economies with portfolio rigidities.
- 0533 ÓSCAR J. ARCE: Reflections on fiscalist divergent price-paths.
- 0534 M.^a DE LOS LLANOS MATEA Y MIGUEL PÉREZ: Diferencias en la evolución de los precios de los alimentos frescos por tipo de establecimiento. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0535 JOSÉ MANUEL MARQUÉS, FERNANDO NIETO Y ANA DEL RÍO: Una aproximación a los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras en España.
- 0536 S. FABIANI, M. DRUANT, I. HERNANDO, C. KWAPIL, B. LANDAU, C. LOUPIAS, F. MARTINS, T. MATHÄ, R. SABBATINI, H. STAHL Y A. STOKMAN: The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence.
- 0537 LUIS J. ÁLVAREZ E I. HERNANDO: The price setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data.
- 0538 JOSÉ MANUEL CAMPA, LINDA S. GOLDBERG Y JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: Exchange-rate pass-through to import prices in the euro area.
- 0539 RAQUEL LAGO-GONZÁLEZ Y VICENTE SALAS-FUMÁS: Market power and bank interest rate adjustments.
- 0540 FERNANDO RESTOY Y ROSA RODRÍGUEZ: Can fundamentals explain cross-country correlations of asset returns?
- 0541 FRANCISCO ALONSO Y ROBERTO BLANCO: Is the volatility of the EONIA transmitted to longer-term euro money market interest rates?
- 0542 LUIS J. ÁLVAREZ, EMMANUEL DHYNE, MARCO M. HOEBERICHTS, CLAUDIA KWAPIL, HERVÉ LE BIHAN, PATRICK LÜNNEMANN, FERNANDO MARTINS, ROBERTO SABBATINI, HARALD STAHL, PHILIP VERMEULEN Y JOUKO VILMUNEN: Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence.
- 0601 ARTURO GALINDO, ALEJANDRO IZQUIERDO Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Real exchange rates, dollarization and industrial employment in Latin America.

- 0602 JUAN A. ROJAS Y CARLOS URRUTIA: Social security reform with uninsurable income risk and endogenous borrowing constraints.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Housing tenure and labour mobility: a comparison across European countries.
- 0604 FRANCISCO DE CASTRO Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The economic effects of exogenous fiscal shocks in Spain: a SVAR approach.
- 0605 RICARDO GIMENO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: The interaction between house prices and loans for house purchase. The Spanish case.
- 0606 JAVIER DELGADO, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: The joint size and ownership specialization in banks' lending.
- 0607 ÓSCAR J. ARCE: Speculative hyperinflations: when can we rule them out?
- 0608 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA Y SERGIO PUENTE: Business demography in Spain: determinants of firm survival.
- 0609 JUAN AYUSO Y FERNANDO RESTOY: House prices and rents in Spain: Does the discount factor matter?
- 0610 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: House prices, rents, and interest rates under collateral constraints.
- 0611 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Debt sustainability and procyclical fiscal policies in Latin America.
- 0612 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Credit market competition, collateral and firms' finance.
- 0613 ÁNGEL GAVILÁN: Wage inequality, segregation by skill and the price of capital in an assignment model.
- 0614 DANIEL PÉREZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Earnings and capital management in alternative loan loss provision regulatory regimes.
- 0615 MARIO IZQUIERDO Y AITOR LACUESTA: Wage inequality in Spain: recent developments.
- 0616 K. C. FUNG, ALICIA GARCÍA-HERRERO, HITOMI LIZAKA Y ALAN SIU: Hard or soft? Institutional reforms and infrastructure spending as determinants of foreign direct investment in China.
- 0617 JAVIER DÍAZ-CASSOU, ALICIA GARCÍA-HERRERO Y LUIS MOLINA: What kind of capital flows does the IMF catalyze and when?
- 0618 SERGIO PUENTE: Dynamic stability in repeated games.
- 0619 FEDERICO RAVENNA: Vector autoregressions and reduced form representations of DSGE models.
- 0620 AITOR LACUESTA: Emigration and human capital: who leaves, who comes back and what difference does it make?
- 0621 ENRIQUE ALBEROLA Y RODRIGO CÉSAR SALVADO: Banks, remittances and financial deepening in receiving countries. A model.
- 0622 SONIA RUANO Y VICENTE SALAS: Morosidad de la deuda empresarial bancaria en España, 1992-2003.
- 0623 JUAN AYUSO Y JORGE MARTÍNEZ: Assessing banking competition: an application to the Spanish market for (quality-changing) deposits.
- 0624 IGNACIO HERNANDO Y MARÍA J. NIETO: Is the Internet delivery channel changing banks' performance? The case of Spanish banks.
- 0625 JUAN F. JIMENO, ESTHER MORAL Y LORENA SAIZ: Structural breaks in labor productivity growth: the United States vs. the European Union.
- 0626 CRISTINA BARCELÓ: A Q-model of labour demand.
- 0627 JOSEP M. VILARRUBIA: Neighborhood effects in economic growth.
- 0628 NUNO MARTINS Y ERNESTO VILLANUEVA: Does limited access to mortgage debt explain why young adults live with their parents?

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0408 GIANLUCA CAPORELLO Y AGUSTÍN MARAVALL: Program TSW. Revised manual version May 2004.
- 0409 OLYMPIA BOVER: Encuesta financiera de las familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta de 2002. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0410 MANUEL ARELLANO, SAMUEL BENTOLILA Y OLYMPIA BOVER: Paro y prestaciones: nuevos resultados para España.
- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ-BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS AND SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: La Banque de France, la BRI et la création du Service des Études de la Banque d'Espagne au début des années 1930.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares.
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.

EDICIONES VARIAS¹

RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (**).

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (*).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (**).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (*).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.

VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.

BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (*). (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.

JOSÉ MARÍA VIÑUELA, PEDRO NAVASCUÉS Y RAFAEL MONEO: El Edificio del Banco de España (2006). 25 €.

BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (****).

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín Estadístico (mensual)

Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito²

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**), (***) o (****), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

BANCODE **ESPAÑA**

Unidad de Publicaciones
Alcalá, 522; 28027 Madrid
Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488
correo electrónico: publicaciones@bde.es
www.bde.es